全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自助者天助之

政策扶持下的新兴行业往往不“新兴”

经济要“调结构”，
股市也要“调结构”

快消品投资要看“嘴脸”

消费品股票投资标准和实操技巧



股市墨菲定律

炒股与赌博辨析 · 投资与投机辨析

丁峰◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net
理 想 藏 书 5 5 1 8 8

自助者天助之

政策扶持下的新兴行业往往不"新兴"

经济要"调结构"，
股市也要"调结构"

快消品投资要看"嘴脸"

消费品股票投资标准和实操技巧



股市墨菲定律

炒股与赌博辨析 · 投资与投机辨析

丁峰◎著



中国经济出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和…
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目(CIP)数据

消费品股票投资标准和实操技巧/丁峰著.—北京:中国经济出版社,2014.4
ISBN 978-7-5136-3125-9
Ⅰ.①消… Ⅱ.①丁… Ⅲ.①股票投资—基本知识 Ⅳ.①F830.91
中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第041944号

责任编辑 杨 莹
责任审读 贺 静
责任印制 马小宾
封面设计 任燕飞

出版发行 中国经济出版社
印 刷 者 三河市佳星印装有限公司
经 销 者 各地新华书店
开 本 710mm×1000mm 1/16
印 张 20
字 数 316千字
版 次 2014年4月第1版
印 次 2014年4月第1次
书 号 ISBN 978-7-5136-3125-9
定 价 48.00元

中国经济出版社 **网址** www.economyph.com **社址** 北京市西城区百万庄北街3号 **邮编** 100037
本版图书如存在印装质量问题,请与本社发行中心联系调换(联系电话:010-68319116)

版权所有 盗版必究(举报电话:010-68359418 010-68319282)
国家版权局反盗版举报中心(举报电话:12390) 服务热线:010-68344225 88386794

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前言
Preface

做股票如何才能赚钱？——简单来讲，一项正确的投资行为可分为两步：第一步是选股，即挑选出优质股票；第二步是操作，即做好买卖交易。

关于第一步选股：本书将选股过程具体量化为15个投资标准，其中包括8个基本面投资标准和7个财务投资标准。投资者可以逐一对照以上标准，对两千多家上市公司进行一层层筛选和过滤，以逐步缩小"包围圈"，最后所剩下十几家，甚至几家公司，就是通常所说的好股票，即投资者的理想投资目标。在本书论述中，这一环节涉及快消品定位、品牌竞争力、稀缺性、定价权、净资产收益率ROE、估值水平等选股标准。

关于第二步操作：本书列举了11个股票操作原则。在此原则指导下，投资者可以轻松地对第一步所选出的优质股票来"下手"操作——在正确的时间、以正确的价格、用正确的资金量进行买卖交易，以及在完成交易后，如何进行日常维护和监控。在本书论述中，这一环节涉及投资组合理论、"三三制"分步建仓法、股票调研方法和减持手法等。

本书的特色很明显，体现在以下三个方面。

首先，本书是一本关于如何践行价值投资的书，即不仅限于阐述理念，更重要的是告诉读者如何以简单而有效的办法来践行价值投资。本书先从实践中提炼出各项投资标准，然后逐一进行理论论证和阐述，是理论和实践相结合的产物。本书将价值投资的实践具体量化为15个投资标准和11个操作原则，具有很强的可操作性。

其次，本书定位于消费品股票投资。目前，中国消费率的拐点已经开始显现，并且已悄然进入"消费时代"；消费品股票的"春天"已经到来，并会有一个长期的亮丽表现。但是，目前市面上大多数书籍只是关注于工业品股票的技术指标，投资者对技术指标没有什么概念，很难理解和掌握，因而感到无所适从。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



然而，对于消费品股票来说，消费品遍布于生活的方方面面，“看得见、摸得着”，符合“不熟不做”的投资原则，投资者完全具备做好消费品股票的能力。

再次，本书通俗易懂、用语简洁明白，力求将高深莫测、复杂晦涩的投资理论通俗化、简单化，并褪去其神秘“面纱”，以满足不同层次投资者的阅读要求。对于普通投资者来说，本书可以帮助其领悟投资之“门道”，并构建适合自己的投资理念体系；对于专业投资者来说，本书对传统投资理论提出了质疑，亮出了独立性看法，并进行了相关探讨和分析，带有较强的思辨色彩。本书所涉及信息量大，说理充分，让读者不但要“知其然”，更要“知其所以然”，读者也可由此见仁见智，希望可以启发更为深入的思考。

总而言之，大道至简，这是一本将投资之道“化繁为简”的书，遵循本书的要旨去做股票，盈利便是一件可以基本确定的事情。“education”拉丁文原意是“引出”，也就是说虽然掌握了很多知识，但是却不会灵活运用，则无异于“人肉硬盘”而已；智慧本来就存在于人的大脑中，所谓的教育只需“引出”即可，或许这就是常说的悟性吧。如果本书的“抛砖”可以引出你我的悟性，笔者就知足了。毕竟，在投资和经济两大领域的哲学本质和终极意义上，“共赢”是其永恒主题。

丁　峰
2013 年 12 月 3 日于上海

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录
Contents

第一篇 基本面投资标准

第一章 基本面投资标准 1 快消品为王 …… 3
千百倍涨幅:美国快消品标杆股票 …… 3
经济要"调结构",股市也要"调结构" …… 5
工业品转化为消费品才实现最终价值 …… 11
快消品投资要看"嘴脸" …… 13
OTC 药:医药行业中的快消品 …… 16
第四次婴儿潮投资机会:婴幼儿快消品 …… 19
投资需要定好位 …… 23
第二章 基本面投资标准 2 品牌至上 …… 30
挑人看人品,选股看品牌 …… 30
这是一个品牌化的时代 …… 33
首选百年品牌 …… 35
品牌和渠道:两个轮子 …… 37
多品牌战略 …… 39
"潜伏"在身边的品牌牛股 …… 42
第三章 基本面投资标准 3 锁定行业龙头 …… 44
抓住"不三不四"的寡头企业 …… 44
生活中的"20 个"原则 …… 50
当心超级寡头 …… 51

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四章　基本面投资标准 4　独有性和稀缺性 …… 55
选股要吃“独”食 …… 55
稀缺性不能脱离供求规律 …… 56
第五章　基本面投资标准 5　掌握定价权 …… 59
价格最大化是做企业的最高境界 …… 59
量价齐升 …… 61
高端稀缺品：抗通胀绝佳品种 …… 64
我吃我的鱼头，你吃你的鱼身 …… 66
“拼价格”拼的是成本 …… 68
大宗商品价格认识误区 …… 69
交易价格背后：到底是买的精，还是卖的精？ …… 71
万科与恒大定价模式比较 …… 74
第六章　基本面投资标准 6　专一的产品和简单的业务 …… 76
在专长领域里做到极致化 …… 76
多元化难享估值溢价 …… 77
简单的业务，好算的财务 …… 80
简单才可以活得更久 …… 83
第七章　基本面投资标准 7　轻资产 …… 87
产能弹性要大 …… 87
资本折旧是股价“杀手” …… 89
回避劳动密集型企业 …… 92
存货要看潜在价值 …… 94
现金资产最“轻” …… 96
第八章　基本面投资标准 8　国际化潜力 …… 98
国际化成就世界 500 强 …… 98
本土品牌 PK 洋品牌 …… 100
中国品牌的国际化 …… 103

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二篇 财务投资标准

第九章 财务投资标准1 毛利率大于30% …… 111
毛利是利润源泉 …… 111
高毛利率消费品分布 …… 114
提升毛利率的途径 …… 123
第十章 财务投资标准2 市盈率小于30倍 …… 128
PE要“倒”着看 …… 128
君子不立危墙之下 …… 130
“大盘”历史市盈率规律 …… 132
有分歧，才会有交易 …… 135
第十一章 财务投资标准3 净资产收益率大于10% …… 139
杜邦财务模型是“事后诸葛亮” …… 139
ROE假象 …… 141
好股票=高ROE+低PE …… 144
ROE=每股盈利增长率 …… 145
第十二章 财务投资标准4 持续盈利 …… 147
产生多少利润，就创造多少财富 …… 147
做股票也是一种“劳动” …… 150
不碰亏损企业 …… 152
第十三章 财务投资标准5 利润率大于8% …… 154
利润率=财富创造效率 …… 154
8%利润率：区分优劣公司的分水岭 …… 156
高利润率行业分布 …… 157
第十四章 财务投资标准6 盈收增长率大于10% …… 163
长城为什么那么长 …… 163
利润增长率不低于收入增长率 …… 164

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十五章　财务投资标准 7　自由现金充沛 …… 167
频繁融资是寄生虫行为 …… 167
现金流量分析 …… 169
财务分析举例:“百元市值—收入”财务模型法 …… 171

第三篇　操作原则

第十六章　操作原则 1　不看经济好坏 …… 179
经济周期的“罗素悖论” …… 179
两个误解的引申命题 …… 181
第十七章　操作原则 2　不看大盘 …… 183
“种瓜得瓜,种豆得豆” …… 183
“咸了咸吃,淡了淡吃” …… 185
第十八章　操作原则 3　不看行业 …… 187
“自上而下”地去中“六合彩”? …… 187
行业机会并不意味着个股机会 …… 188
第十九章　操作原则 4　不看政策 …… 190
自助者天助之 …… 190
政策扶持下的新兴行业往往不“新兴” …… 191
第二十章　操作原则 5　不频繁交易 …… 193
股市墨菲定律 …… 193
炒股与赌博辨析 …… 195
投资与投机辨析 …… 198
第二十一章　操作原则 6　不借钱投资 …… 202
借钱投资相当于承诺回报的委托理财 …… 202
为什么企业都在负债经营 …… 204
第二十二章　操作原则 7　不熟不做 …… 206
股票投资的“可行性研究报告” …… 206
“不了解”是做投资最大的风险 …… 207

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用“腿”和“嘴”做股票 …… 210
第二十三章 操作原则8 要“看得见、摸得着” …… 213
调研要亲力亲为 …… 213
两家典型调研点:屈臣氏和万宁 …… 215
第二十四章 操作原则9 要适当组合 …… 217
重仓股“魔咒效应” …… 217
最佳组合数量 …… 219
疑股不选,选股不疑 …… 221
第二十五章 操作原则10 要做中长周期投资 …… 224
把握个股“生命周期” …… 224
股市回报 VS 房市回报 …… 226
第二十六章 操作原则11 “三三制”法则 …… 228
不兑现收益等于没有收益 …… 228
好股票的建仓良机 …… 234
常胜将军的制胜之道 …… 237

第四篇 宏观经济指标解读

第二十七章 GDP 剖析 …… 243
收入法 GDP:投资学角度另类解读 …… 243
生产法 GDP:投资学角度另类解读 …… 246
支出法 GDP:投资学角度另类解读 …… 248
不要迷信 GDP,也不要迷信西方经济学 …… 249
“不干预主义”与“产能过剩” …… 250
是 GDP 拉动就业,还是就业拉动 GDP? …… 255
第二十八章 消费率 …… 260
被误读的投资和消费 …… 260
真实消费率的误差调整 …… 262
关于中国消费的几点解读 …… 264

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二十九章　城镇化率 …… 269

城镇化和“猪”的关系 …… 269

土地是城镇化的突破口 …… 273

城镇化和经济增长:因果关系,还是“果因”关系? …… 281

城镇化三大核心问题 …… 282

第三十章　月度经济指标 …… 285

指标分类 …… 285

资本要素指标解读 …… 286

自然要素指标解读 …… 300

人力要素指标解读 …… 304

月度综合指标解读 …… 305

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一篇

基本面投资标准

基本面是有关公司核心竞争力和盈利能力全部信息要素的统称，同时也是公司股价的最终内部决定因素。做投资不研究基本面，就像打扑克不看牌，摸到什么甩什么，后果可想而知。基本面信息容量大且繁杂，使用起来让人感到难以取舍。为方便分析和研究，特将基本面信息量化为若干标准，符合这些标准的就是股票投资的对象。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 基本面投资标准1 快消品为王



千百倍涨幅：美国快消品标杆股票

消费品可分为快速消费品和耐用消费品两大类。耐用消费品主要包括家电、汽车、房产、高档奢侈品等。快速消费品，即快消品，属于生活日常用品，使用对象主要面向居民消费群体。快消品消耗速度快，消费者购买频次高，重复购买特征明显，因此日常使用量特别大。典型的快消品主要分布在食品、饮料、酒类、日化用品、健康保健品、非处方药（OTC）等领域。

虽然快消品一般属于价格不太高的生活日常用品，但是快消品行业却是催生世界超级跨国公司的领域。世界500强企业中就有很多大家耳熟能详的快消品公司，比如，日化领域有宝洁、联合利华、欧莱雅、迪奥、汉高、资生堂等；食品饮料领域有雀巢、卡夫食品、达能、玛氏食品、强生、麦当劳、肯德基、可口可乐、百事可乐等；酒精饮料领域有帝亚吉欧、保乐力加、百威英博、喜力控股、麒麟控股等；医药健康领域有强生、辉瑞、诺华、葛兰素史克、雅培、惠氏、施贵宝等。

从世界范围来看，与其他行业公司相比，快消品公司在资本市场的表现更为优异。据研究，美国股市1881—1990年期间，表现最好的行业是食品饮料、医疗、零售、个人和家庭用品，基本上属于快消品行业范畴。据统计，在美国同期标普500指数样本中，1957—2003年的46年内，涨幅最大的前20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



家公司大多为快消品企业，涨幅排名如表1－1所示。

表1－1 20家公司涨幅大小排名

序号	公司名称	业务范围	期间涨幅（倍）	年化收益率（%）
1	菲利浦·莫里斯	香烟雪茄，万宝路品牌，控股卡夫食品	4 626	19.75
2	雅培	医药及营养保健产品、医疗器械、奶粉	1 281	16.51
3	百时美施贵宝	医药及营养保健产品、护肤护发产品	1 209	16.36
4	小脚趾圈实业公司	糖果圈、棒棒糖等糖果	1 091	16.11
5	辉瑞制药	处方药和非处方药	1 055	16.03
6	可口可乐	软饮料	1 052	16.02
7	默克制药	用于人和动物的医药健康产品	1 003	15.90
8	百事可乐	软饮料、食品	866	15.54
9	高露洁	口腔护理、个人家居护理和宠物食品	761	15.22
10	克瑞公司（CRANE）	自动贩卖机、抽压机等	737	15.14
11	亨氏食品	婴儿米粉、番茄酱、调味品和冷冻食品	636	14.78
12	箭牌口香糖	口香糖、薄荷糖、棒棒糖等糖系列产品	604	14.65
13	富俊公司（FORTUNE）	酒、高尔夫用品、办公用品、家庭用具	580	14.55
14	克罗格	超市、便利店	547	14.41
15	先灵葆雅制药	医药产品	537	14.36
16	宝洁	日化美容护肤用品、护理产品和食品	514	14.26
17	好时食品	巧克力等糖果	507	14.22
18	惠氏制药	药品、奶粉等	461	13.99
19	壳牌石油	能源	399	13.64
20	通用磨坊	食品	388	13.58
同期标普500指数			124	10.85

以上20家公司中，除了克瑞、克罗格、壳牌石油外，其他基本属于快消品公司。其中，涨幅最大的是菲利浦·莫里斯，高达4626倍，涨幅少的也有几百倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果取某一时间段计算，涨幅更为惊人，如：默克制药公司在约4000个交易日中上涨8000多倍；辉瑞制药在3300多个交易日中上涨4600多倍；先灵葆雅制药在3600多个交易日中上涨5500多倍；惠氏制药在4300多个交易日中上涨1000多倍。

如果把时间再往前拉长约50年，美国百年股市涨幅最大的股票是可口可乐。可口可乐自上市起至今累计上涨了约5万倍。如果在1919年的历史低点买入可口可乐股票，回报简直是天文数字，迄今累计高达约23万倍。还有强生这样的典型快消品股票，自1944年上市以来股价累计上涨了约2.5万倍。

从经济发展历史形态来看，中国目前所处经济阶段很像30年前的日本和50年前的美国。美国股市快消品股票的表现为中国股市树立了一个很有参考价值的样本标杆。如今，中国人均收入与美国和日本虽然有10~20倍的差距，但是人均收入增幅已经达到快速上升阶段。中国城镇化进程要持续几十年，中国有世界最大基数的消费人群，蕴藏着巨大的消费潜力，国民消费升级特征明显，消费结构会发生巨大变化。

在这个历史进程当中，一大批超级消费品公司，尤其是快消品公司，将大大受益于此并脱颖而出，甚至会成为世界级超级消费品公司。中国目前阶段是投资快消品的黄金时机。

其实，中国股市虽然只有20多年的历史，但目前有一些上市不足20年的快消品公司在资本市场表现得非常出色。比如：云南白药累计上涨了约100倍（20年期间，年化收益率高达约25%，甚至超过了美国第一涨幅股菲利浦·莫里斯），伊利股份累计上涨了约100倍，泸州老窖累计上涨了60多倍，双汇发展累计上涨了30多倍，东阿阿胶累计上涨了30多倍，贵州茅台累计上涨了约30倍，等等。相比上述标普500指数样本股票近50年的上涨表现来说，中国本土快消品股票还有约30年的时间来证明自己，在复利的作用下，赶超上述样本并不是一件难事。



经济要“调结构”，股市也要“调结构”

按照2013年2月底的股价，美国股市市值最大的前20家公司如表1-2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所示。

表 1－2　美国股市市值最大的前 20 家公司　　单位：亿美元

公司类别	数　量（家）	公司名称	市　值
快消品类	5.5	雀巢	2 200
		强生	2 100
		宝洁	2 100
		辉瑞	2 050
		可口可乐	1 700
		伯克希尔·哈撒韦（主要投资于快消品公司，算半家）	2 500
电子信息类	5	苹果	4 300
		谷歌	2 700
		微软	2 300
		IBM	2 250
		甲骨文	1 700
金融类	4.5	摩根大通	1 900
		富国银行	1 850
		花旗银行	1 350
		美国银行	1 300
		通用电气（主业是金融，算半家）	2 500
能源类	2	埃克森美孚	4 000
		雪佛龙	2 300
零售类	1	沃尔玛	2 300
通信类	1	AT&T	2 000

同期市值在1000亿人民币以上的中国公司分布见表1－3（包括A股、港股和在美上市股）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1－3 同期市值在 1000 亿人民币以上的中国公司分布

单位：亿元人民币

行业	数量（家）	名称	市 值
金融类	19	工商银行	19 000
		建设银行	12 000
		农业银行	10 000
		中国银行	8 500
		中国人寿	5 300
		交通银行	3 700
		中国平安	3 700
		招商银行	2 800
		民生银行	2 800
		兴业银行	2 300
		中信银行	2 200
		浦发银行	1 900
		中国太保	1 850
		人保集团	1 600
		中信证券	1 550
		光大银行	1 350
		中国财险	1 100
		海通证券	1 100
		平安银行	1 000
能源类	5	中石油	17 000
		中国石化	6 400
		中海油	5 500
		中国神华	4 500
		中国煤能源	1 000
通信类	3	中国移动	14 000
		中国电信	2 600
		中国联通	2 100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

行业	数量（家）	名称	市　值
互联网	2	腾讯	4 000
		百度	1 900
消费品	7	贵州茅台	1 900
		上汽集团	1 900
		旺旺食品	1 100
		百丽国际	1 050
		康师傅	1 000
		周大福	1 000
		五粮液	1 000
建筑及重工业	5	万科 A	1 200
		中国建筑	1 200
		长江电力	1 200
		大秦铁路	1 100
		海螺水泥	1 000

中美股市典型大市值个股排行表透露出这样的信息：在中国股市中，周期性的工业品股票是主流，权重大，金融地产、能源、矿业资源等工业品市值合计占总市值比例约为70%～80%；美国股市正相反，非周期性的消费品股票是主流，权重大，快消品企业更为突出，而工业品股票权重大约只占20%。

比如：美国股市中有关健康产品的股票市值占比约为20%，中国只有约3.6%；美国金融地产类股票占比约为16%，中国却高达约32%；美国工业原材料类股票占比约为4%，中国却高达约11%。

美国道琼斯指数（以下简称“道指”）中成分股的变迁见证了美国股市结构变化趋势。1896年5月26日，统计学家爱德华·琼斯和《华尔街日报》编辑兼道琼斯公司创建者之一的查尔斯·道联合创造了道琼斯指数。道琼斯工业指数最初只有12只成分股，20世纪末期，英特尔、微软、家得宝和AT&T等企业被陆续补充进入成为新的成分股。2008年，美国银行、卡夫食品代替了霍尼韦尔等工业公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前道指覆盖全美30家最大的上市公司（强生、宝洁、可口可乐、卡夫食品、麦当劳、默克制药、辉瑞制药、沃尔玛、Verizon电讯、花旗集团、摩根大通、美国运通、迪士尼、惠普、IBM等），通过股价加权平均来计算，原来的工业品公司几乎全部被剔除出去，仅剩百年企业通用电气一家保留（其实，目前通用电气的主要盈利也是来自于金融业而非工业）。

道指从最初的工业股成员，到现在形成以食品、金融服务、电子、汽车、制药等以消费股为主的组合，是美国近百年来由工业型经济向消费型经济转型的缩影，也是股市由工业型股市向消费型股市转型的缩影。再如，英国股市100年前铁路类公司市值几乎占据了整个市值的一半，但现在只有不到1%。

非周期性的消费股相比周期性的工业股业绩更为稳定，在股市大幅波动时，可以作为中流砥柱，减缓大盘过度波动。比如，在2008年国际金融危机中，上证指数最大下跌幅度约为3/4，而道琼斯指数最大跌幅约为1/2，并且在2013年收复全部跌幅，再创新高。

由于以工业品股票为主导，中国股市对宏观调控和经济政策特别敏感，一有风吹草动就会大幅波动。加之国内有一些知名消费品公司和互联网公司如联想、恒安国际、百丽国际、蒙牛、雨润、腾讯、百度、新浪、网易、阿里巴巴等，没有在A股，而是选择在海外或香港上市，这使A股大型消费品股票更为稀缺，股市“抗震性”严重不足。

此外，由于中国A股上市指标严重向国有工业类企业倾斜，大批民营企业，尤其是涉及消费品的企业，如娃哈哈、万达等也没有在A股成功上市，进一步加剧了股市的结构失衡。从这个意义来讲，中国股市要想不受经济环境波动的影响并保持稳定上涨的局面，消费股市值权重至少要达到30%以上才行。

对比香港股市，港交所努力创造条件吸引国际知名消费品公司来港上市，以充实港股实力，优化港股结构。如普拉达、新秀丽、欧舒丹等已于近几年陆续上市，还有汇丰、渣打这样的跨国银行几十年来为香港股市的持续上涨做出了很大贡献，在一定程度上起到了“稳定器”的作用。

因此，中国经济需要“调结构”，中国股市更需要“调结构”；中国经济需要“放权”，股市更需要“放权”。邓小平曾说过，“金融搞好了，一着棋活，全盘皆活。”而如果把股市这着“棋”走好了，则中国金融就会“全盘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



皆活”，进而中国经济也会“全盘皆活”。中国股市应该成为中国先进生产力、先进产业和先进企业的代表，中国股市应该成为以“消费升级”为特征的消费品企业和最有活力的民营企业的主战场。

中美股市差异是中美两国经济结构差异的真实写照。目前，中国是世界第一工业品制造业大国。中国煤炭产量约占世界总产量的50%，钢铁产量约占世界总产量的45%，水泥约占世界总产量的60%，化肥约占世界总产量的35%，化工化纤约占世界总产量的45%，玻璃产品约占世界总产量的50%，船舶约占世界总产量的42%，电解铝约占世界总产量的65%，光伏产品约占世界总产量的50%，彩电约占全球出货量的49%，手机约占全球出货量的71%，集成电路约占全球出货量的91%。2012年，中国汽车产销量约为1900万辆，约占世界总产量的25%，位居世界第一，是美国的近2倍。据统计，世界500多种大类产品中，中国有220多种的产量达到了世界第一。

然而，中国制造业自主创新能力不强，缺乏核心技术，缺少知名品牌，中国产品的增加值率约是日本的4.4%、美国的4.4%、德国的5.6%。也就是说，虽然产品标注为中国制造，但研发、设计、关键部件和市场营销都在国外，只有加工、封装等劳动力密集型环节在中国。中国出口商品中90%是贴牌生产，每部手机售价的20%、计算机售价的30%、数控机床售价的20%～40%，都必须以使用费的形式支付给国外专利持有者。

虽然是制造业大国，但是中国人均资源占有量很低，能源资源消耗大，单位产品能耗高。比如：石油、天然气人均储量都不足世界平均水平的1/10；煤炭资源人均储量也不到世界平均水平的40%。中国已成为全球第二大能源消费国，2011年总能耗折合标准煤34.8亿吨，占全世界总能耗的20.3%，但能源资源严重短缺，能源效率不高，单位国内生产总值能耗约是世界平均水平的2.8倍，一些重化工行业单位产品能耗比世界先进水平高10%～50%。另外，矿产资源总回收率比世界先进水平低20%。

中国石油、铁矿石、铝土矿、铜矿等重要能源资源消耗对进口的依存度都超过了50%。2012年，中国对外原油贸易逆差约2200亿美元，天然气逆差约为82亿美元，煤炭逆差约为270亿美元，累计能源逆差约为2500亿美元。铁矿石和铜逆差分别约为960亿美元和640亿美元。

此外，随着中国人力成本的逐渐上升，中国制造的成本比较优势正逐渐丧失。因此在总体上，中国投资品的产能相比消费品是过剩的，以重工业品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和初级原材料品为主的投资品已经基本完成了历史性阶段发展，下一步必然让步于消费品的发展。

从人均国民收入和消费购买力来看，改革开放刚开始时中国 GDP 约为 3600 亿元，2011 年约为 52 万亿元，增长了约 144 倍（未考虑物价因素）；同期，中国城镇居民人均可支配收入从约 350 元/年增长为约 2.46 万元/年，农村居民人均纯收入从约 130 元/年增长为约 0.79 万元/年，增幅分别约为 70 倍和 60 倍（未考虑物价因素）。人均收入增幅只相当于 GDP 增幅的一半。

1978 年，中国 GDP 在世界上的排名位居第 15 名，2010 年在世界上的排名已跃居到第二名；同期，中国人均收入在世界上的排名却从第 90 名跌落到第 127 名。

由于居民收入的增长大幅低于整体经济的增长，受制于购买力的制约，消费因而难以扩大。但是随着经济结构的内生性自发调整，这种局面有望逐步得到扭转。数据显示，中国经济的部分指标已于 2011 年出现拐点——最终消费率停止连续 11 年的下降，有望呈现稳步上升态势；在对经济增长的贡献中，最终消费因素也开始超越了资本形成因素。“春雨润物细无声”，这标志着“消费时代”正悄然来临。

伴随中国经济结构的调整，中国股市“结构调整”的大幕也已经拉开。以汽车、家电、零售连锁、服装、食品饮料、医药、日用品、文化传媒教育、旅游等为主的消费类行业将成为股市的主要组成部分，并将逐步占据主要权重。在消费品产业结构中，以食品饮料、医药、日用品等为代表，体现为“软资产”和“轻资产”的快消品，与以汽车、家电、零售连锁等为代表，体现为“硬资产”和“重资产”的耐用消费品相比，前者正处于快速成长的青春期阶段，后者已经经历了爆发期，开始步入中年迟暮阶段，快消品在未来股市结构中有着巨大发展空间。以“煤飞色舞”“两桶油”为代表的工业股行情被以“吃药喝酒”“民以食为天”为代表的消费股行情所取代是大势所趋，把握住了结构调整行情就把握住了中国股市命脉。



工业品转化为消费品才实现最终价值

简单来讲，全部物质财富可以分为生产资料和生活资料，即工业品和消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



费品两大类，分别对应 GDP 支出法核算口径中的资本形成和消费总额两大部分。

生产资料一般指重工业产品，分布于采掘、机械、基建、石化冶炼等行业中，处于产业链的上游，属于周期性行业；生活资料处于产业链的下游，是由生产资料转化来的，厂房、设备、工具、原料等工业品在价值形态上最终将转换为日常生活消费品。消费品大部分归属于非周期行业，但是有些大额消费品也带有一些周期性特征，如房地产、汽车、首饰珠宝、家电、家具等。

消费品富足了，大家才会感觉生活质量提高了。工业品为消费品提供生产条件，在本质上是为消费品服务的。经济的发展和生活水平的提高最终还要落实并体现到消费品上，工业品转化为消费品才实现最终价值，着眼于消费品投资是与社会经济发展的最终目标相一致的。

当然，如果没有雄厚的生产资料工业做基础，生活资料的产出也会受限。新中国成立初期，为了尽早形成完备的工业体系，中国牺牲了一部分生活资料工业的发展，腾出有限的资源来重点发展生产资料工业。

改革开放后的 30 年，又是工业投资品行业再次突飞猛进发展的年代，经济增长主要是靠投资驱动型模式实现的，投资在 GDP 中一直维持着很高的比例。不过这是经济发展的客观要求，日本、韩国等国家的经济腾飞历史可以提供佐证：一个国家或地区的经济起步阶段总是由重化工业的快速发展开始的，重化工业是国家工业的基础和脊梁。但是，当经济水平发展到中等程度时，重化工业已经基本上可以满足消费品工业和服务业发展的需要，消费品工业和服务业会接过经济发展的接力棒，迎来高速发展期，并引领国民经济向更有利于民生的方向转变。

在中国经济结构中，消费品产业比重一直偏低。中国经济结构的调整和转型不仅需要政府的扶持和引导，更要充分利用经济体的自发调整能力，在经济规律的作用下，优化投资消费结构，使投资与消费对经济发展的边际贡献率呈现此消彼长、逐步优化的局面。

如今，中国在初级工业产品及工业要素产品方面的生产能力位居世界首位，工业产能已经进入集中释放的阶段，工业投资品的规模化生产效应必然会降低消费品的生产成本，提升消费品的生产效率，使国民物质财富更多向可享用的消费品转移。另外，在国民经济结构中，消费品行业比重的上升有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

助于熨平经济周期的波动幅度，使经济的发展呈现平稳、高效、持续性和长久性的特点。

这几年，中国社会消费品零售总额的增长速度逐年加快，消费总额和整体消费率呈现逐步上升的趋势。比如：2009 年全年社会消费品零售总额 125343 亿元，同比名义增长 15.5%，扣除价格因素实际增长 16.9%；2010 年全年社会消费品零售总额 154554 亿元，同比名义增长 18.4%，扣除价格因素实际增长 14.8%；2011 年全年社会消费品零售总额 181226 亿元，同比名义增长 17.1%，扣除物价因素，实际增长 11.6%；2012 年社会消费品零售总额 210307 亿元，同比名义增长 14.3%，扣除价格因素实际增长 12.1%。近 4 年社会消费品零售总额年均实际增长约 14%，高于 GDP 的实际增长速度。

有国外机构预测，2016 年中国有望超过美国成为世界最大的零售市场，整体市场规模约达 4.2 万亿美元；2013 年以后的未来 4 年，每年实际增长率有望维持在 10% 以上。

未来，随着生产效率的提高和市场的进一步开放，消费品的性价比会不断得到提升，为消费能力的释放创造更好的条件。尤其不可忽视的是中国的年轻消费者群体，这个群体中 80 后人数达 2.34 亿，特别是这个群体中的 90 后们，习惯了父母加四个老人所提供的资金支持，他们对未来更加乐观，将是未来的超级消费主力军，消费品的春天将持续几十年以上。



快消品投资要看“嘴脸”

快消品属于生活日常用品，和居民生活息息相关，快消品主要分布在以下几个领域。

第一类是包装食品和各种饮料。包装食品包括火腿肠、乳制品、饼干、干果炒货、干鲜果、罐头食品、速冻食品、调味品、调味菜、粉丝、方便面、挂面、包装食用油、糖果、巧克力等；饮料包括饮用水、凉茶、茶饮料、碳酸饮料、功能饮料、果汁、果仁汁、奶饮料等。以上产品有包装的才是快消品，没有包装的属于农产品范畴。

另外有一些上市公司涉及粮油、米业、酵母、屠宰业、生鲜肉、海产品、番茄酱、菌类食品等领域，虽然有少部分产品既有包装也有品牌，在大卖场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和超市也有售，但是公司大部分收入还是来源于工业或公司客户，而非消费者，加之农业类公司业绩受国家农业政策影响大，存在很大不确定性，因此不归入快消品产业范畴。

饮料行业快消属性最为明显，目前，中国饮料行业年产值约为 1.2 万亿元。据统计，截至 2012 年 9 月末，中国饮料市场饮用水、碳酸饮料、果汁、茶饮料、凉茶、功能饮料分别占据了约 25.7%、21.9%、22.2%、16.4%、7.2%、6.6% 的市场份额。

数据显示，中国饮料产量规模 2002 年为 2025 万吨，2012 年为 13024 万吨，10 年间复合增长率高达 20% 以上。某些细分产品增速惊人，例如 2012 年高端瓶装矿泉水市场全国零售量超过 50 万吨，市场总额达约 108 亿元，年增长率高达约 43%；但是国产品牌高端水的市场份额仅约为 10% ~15%，国产品牌还有很大的市场空间。

第二类是烟酒。香烟属于国家专营，没有对应的上市公司；酒种类繁多，包括白酒、啤酒、黄酒、葡萄酒、保健酒等。目前，中国白酒业年产值约为 4000 亿元，啤酒业年产值约为 1600 亿元。

第三类是个人和家庭卫生护理品。包括化妆品、洗发护发品、洗涤用品、牙膏牙刷、剃须用品、纸巾、护理品等。

第四类是非处方药（OTC）和保健品。包括家庭常用必备药品、简易药品、中西医营养保健品等。目前，中国保健品行业年产值约为 1300 亿元。

快消品公司一般具备以下几点特征：一是轻资产，资本投资不太大，产能扩张耗时短，可以把握市场机遇，对市场的变化作出及时应变；二是资金流转快，资金链断裂风险小，不像重资产公司那样遇到市场调整很容易倒掉；三是快消品的绝对价格通常不会太高，比如饮料里的奢侈品，进口巴黎水售价也就 20 多元一瓶，大家都买得起；四是虽然快消品创品牌很难，但是一旦拥有自有品牌，就会形成一定数量的忠实消费者，在重复购买行为中会被不断强化，品牌客户黏性强；五是快消品行业竞争非常激烈，马太效应明显，优秀的公司强者恒强，天下通吃，新进入者很难撼动原有行业寡头地位。

简单地说，快消品与生活中“健康、美丽、快乐”三要素密切相关。其中，健康、美丽是人生活的“面子”，快乐是人生活的“里子”。生活要兼顾“面子”和“里子”，幸福的人生要做到“面子”和“里子”和谐共存。

中国资本市场中的快消品公司，包括在 A 股、H 股在内，总计约 100 家，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要有以下公司。

食品饮料类：双汇发展、雨润食品、金字火腿、伊利、蒙牛、光明、贝因美、辉山乳业、合生元、现代牧业、雅士利国际、维他奶国际、三元股份、皇氏乳业、康师傅、统一、旺旺、中国食品（长城葡萄酒、福临门食用油、金帝巧克力、黄中皇黄酒、美滋滋干果）、华润创业（雪花啤酒、五丰鲜肉、合资的午后红茶和“Fire”直火烘焙咖啡、魔力饮料、怡宝饮料）、长寿花食用油、中炬高新（厨邦酱油）、上海梅林、南方食品、好想你枣业、洽洽食品、涪陵榨菜、恒顺醋业、加加食品、克明面业、三全食品、广州药业（王老吉）、承德露露、汇源果汁、西藏5100、天福茗茶等。

白酒：贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、酒鬼酒、维维股份、水井坊、金种子酒、青青稞酒、沱牌舍得、伊力特、老白干酒、海南椰岛等。

啤酒：青岛啤酒、雪花啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒等。

葡萄酒：张裕、中国食品（长城葡萄酒）、王朝酒业、通天酒业、中葡股份、莫高股份、皇台酒业、通葡股份等。

黄酒：古越龙山、金枫酒业等。

日化护理和家居用品：上海家化（佰草集、六神、美加净、高夫、双妹、家安清洁剂）、瑞贝卡、中顺洁柔、姚记扑克、广州浪奇、两面针、索芙特、恒安国际、维达国际、美即控股（面膜）、青蛙王子、霸王集团。

药品及保健品：云南白药、白云山（广州药业）、天士力、康美药业、同仁堂、东阿阿胶、华润三九、汤臣倍健、片仔癀、以岭药业、吉林敖东、哈药股份、中恒集团、丽珠集团、中新药业、通化东宝、桂林三金、鱼跃医疗、贵州百灵、仁和药业、奇正藏药、独一味、三精制药、广誉远、马应龙、山大华特、江中药业、太安堂、九芝堂、千金药业、汉森制药、武汉健民、通化金马、康芝药业、紫光古汉、交大昂立、佛慈制药、永生投资、桐君阁等。

在以上约100家快消品公司中，如果简单统计一下上市时间超过10年的个股涨幅，会发现约有30%的股票是所谓的10倍股（tenbagger股，10年上涨10倍股，年均复合增长约26%），牛股比例非常高。

每个人都离不开吃，离不开喝，离不开生老病死。选择快消品股票有个思路可以做参考——“身上不如头上，手里不如嘴里，看的不如吃的，吃的不如喝的”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“身上不如头上”指的是现代人重视自身形象，相比内衣，人们更舍得在外衣上花钱；人们更在意自己的脸和头发的外在形象，用在脸上和头发上的日化用品要比身上的更讲究一些、更昂贵一些。因此，化妆品比洗涤品和服装的利润率要高很多。

“手里不如嘴里，看的不如吃的”指的是手表、手机、玩具这类和“手”有关系的行业，以及旅游、娱乐（电影）这类主要“用眼看”的行业的投资机会不如食品饮料这类和“嘴”有关系的行业多；“吃的不如喝的”指的是用“嘴”吃的固态食品不如用“嘴”喝的饮料利润率更高。

一张嘴、一张脸是人们日常生活的两大核心。不管科技如何发展，时代如何进步，围绕这两个核心的产业永远不会过时。抓住了嘴和脸，就抓住了投资的牛鼻子。



OTC 药：医药行业中的快消品

医药行业中的快消品特指非处方药物。非处方药物，即 OTC（Over The Counter），是消费者可不经过医生开处方，直接从药房或药店购买的药品，并且是不在医疗专业人员指导下就能安全使用的药品。非处方药一般要经过较长时间的全面考察，一般要经过 20 年左右的时间来验证，因此新药不可能成为 OTC；非处方药是被实践检验过的老产品，轻易不会因时代的变迁被淘汰。

在非处方药 OTC 标识中，红底白字的是甲类，绿底白字的是乙类。甲乙两类 OTC 虽然都可以在药店购买，但乙类非处方药安全性更高。乙类非处方药除了可以在药店出售外，还可以在超市、宾馆、百货商店等处销售。

目前世界上 OTC 的主要类别有以下 6 种：解热镇痛药、镇咳抗感冒药、消化系统药、皮肤病用药、滋补药、维生素和微量元素等添加剂。中国公布的 OTC 类药品中，化学类一共有约 1100 多种，中药类有 4300 多种。非处方药主要包括感冒药、止咳药、镇痛药、助消化药、抗胃酸药、维生素类、驱虫药、滋补药、通便药、外用药、避孕药、护肤药等。

对于消费者来说，非处方药方便进行自我保健，可快速有效地缓解轻微病症。非处方药具有确切疗效、毒副作用小、使用方便、便于贮存等优点。很多消费者通常认为，身体有些小毛病不算是疾病，调理一下就好了，不需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要去医院开药方，这时非处方药可以派上用场，因此非处方药的市场非常大。

虽然“是药三分毒”，但是很多非处方药安全可靠，长期食用基本无毒副作用。中医认为药食同源，某些非处方药可以视同食品。比如说，骨质疏松需要治疗，吃些钙片就可以了；上火了，就喝些王老吉凉茶等。

中医思想体系是中国文化精髓，也是中国国粹。中医是中华民族对“天地人”三才的认识上升到哲学高度，集大成后的思想结晶，是自然科学和社会科学的结合体。“天人合一”“天人相应”“辩证法”等哲学思想在传统中医中有很广泛和深刻的体现，“平衡”和“和谐”的理念在中医中无处不在。

此外，中医历来就有“儒”“医”相通的传统，儒家倡导“仁”，儒家称中医为“仁术”，“仁者爱人”；中医关于“中”的理念和儒学的“中庸”以及“和而不同”“致中和”“和为贵”的思想是一脉相承并互相影响和互相渗透的。

《黄帝内经》中提出“圣人不治已病治未病”；《神农本草经》把药品分为上品、中品和下品，“上品延命，中品调性，下品治病”，上品延命指功能食品，中品调性指保健品，下品治病指药品；孙思邈提出了“上工治未病，中工治欲病，下工治已病”的理论。在药食同源理念下，中医形成“功能食品、保健品、中医药”三个不同的应用领域。

资料显示，在世界范围内，60% ~95% 的病症最初是用某种自我护理保健的形式来处理的。全世界有 60% 的人每天服用 1 种药品，其中约 60% 属于自我药疗。在美国，自用非处方药者要比看医生治疗者多 4 倍，90% 以上的自用者对疗效满意，自我药疗现象在贫富之间没有差异。

中国有约 3000 家三级医院，约 5000 家二级医院，约 38 万家药店网点。非处方药和处方药不同，后者实现销售主要靠关系和资源；前者主要的销售渠道是药店，如果没有品牌，根本就没有机会进入药店。因此，做非处方药投资一定要关注品牌企业。

目前，中国逐步进入老龄化社会，对健康医疗方面的需求将持续扩大。根据国家统计局 2013 年 1 月公布的数据，2012 年中国位于 15 ~59 岁劳动年龄的人口为 93727 万人，较 2011 年减少 345 万人，占总人口的比例首次出现下降，为 69.22%，同比下降 0.6 个百分点。

与劳动人口减少现象相伴随的是老龄人口的急剧增加。数据显示，2012 年中国 60 岁及以上人口已达 19390 万人，占总人口的 14.3%，比上年末提高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



0.59 个百分点。2012 年 10 月，北京市发布的一份报告显示，北京市户籍人口中，60 岁及以上老年人口 248 万人，占总人口的比例为 19.4%。上海最早进入老龄化社会，2011 年末，60 岁及以上老人占比高达 24.6%。

中国属于较早进入老龄社会的发展中国家，同时是世界上老年人口最多的国家。根据全国老龄办发布的《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》，21 世纪的中国将是一个不可逆转的老龄社会。中国已于 1999 年进入老龄社会，到 2020 年之后，中国人口老龄化现象会加剧，据预测，2020 年老年人口将达 2.43 亿，2025 年将突破 3 亿。目前中国处于老龄化加速化的初期，人口老龄化将伴随 21 世纪始终。

老年人慢性病的患病率明显高于其他年龄人，人均医疗支出为其他年龄人的 6～7 倍。在中国人口占比为 10% 的 65 岁以上老人消耗了约 30%～35% 的医疗总费用。

从世界上来看，在发达国家，健康产业已成为国民经济支柱产业。比如瑞士以精密钟表制造闻名世界，但其健康养生产业规模已超过传统的钟表制造业，在 GDP 中的贡献约为 30%。2007 年，美国医疗卫生开支约为 2.24 万亿美元，约占国内生产总值的 16%，人均支出约为 7421 美元，世界排名第一。统计数据显示，2011 年中国卫生总费用为 2.43 万亿元人民币，仅约相当于国内生产总值的 5%，属于相对偏低的水平。在中国，医疗保健产业将是贯穿 21 世纪的朝阳产业。

美国股市权重最大的产业是医药和保健护理产业，权重约为 20%，顶峰时期曾达约 27%。目前在日本这一权重约为 10%，而中国股市现在只有约 3.6%，有很大的上升空间。

单纯从商品效用的角度看，医药产品解决的是人体健康和生活质量问题，医药产品是生活消费品中性价比最高的商品之一。医药健康产业受技术革命冲击小，自主定价空间大，很少受政策限制和管制，是比较理想的投资标的。生产非处方药物的上市公司可选标的较多，是中国快消品产业中种类最多的一个群体，产生牛股的机会更多一些。

在中国股市，就医药行业投资机会而言，处方药不如非处方药。处方药中，抗生素制剂企业不如生物基因企业，尤其是治疗癌症、心血管、肝病等现代病的生物基因企业；非处方药中，事后治疗性的药品企业不如事前预防性的保健品企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如，上市公司桂林三金的三金片配方独有，疗效非常好，在国内销售已30余年，市场占有率约为1/3，居国内抗泌尿系感染中成药市场第一位。但是三金片年销售量已经超过20亿片，除非中国尿路感染者数目激增，否则三金片的销售量很难有所突破。另外，桂林三金的西瓜霜年销量已经超过30亿片，同样面临这个问题。类似的例子还有马应龙的痔疮膏、江中制药的健胃消食片等。

目前，很多医药企业已经意识到这一点，纷纷进军快消品行业，有的还涉足日化和护理产业，希望可以成为中国的“强生”。



第四次婴儿潮投资机会：婴幼儿快消品

新中国成立后，中国经历过三次生育高峰。

第一次出生高峰发生于1950—1957年。由于新中国成立以后，中国社会政治环境相对稳定，基本属于战后的生育恢复。这期间约有94%的妇女生育3个以上孩子，很多妇女生育了6个孩子。

第二次出生高峰发生于1962—1972年。其实，早在1962年12月18日，中国就出台了《关于认真提倡计划生育的指示》的文件，但是许多夫妇在三年自然灾害中推迟生育，待1962年经济条件有所改善之后，再进行生育。这段时期平均每年的出生人数高达约2800万人，比第一次出生高峰时期的平均数高出了700多万，10年间累计出生约2.8亿人。通过前两次出生高峰，中国总人口数激增，到1971年年底时，已达85229万人，比1949年新中国成立时的54167万增加约60%。

第三次出生高峰发生于1981—1990年。自从1972年实施强有力的计划生育政策以来，中国人口的出生率迅速下降。但是这十年间，由于第二次生育高峰的原因，中国育龄妇女在总人口中所占的比重较高，导致中国出生率较高，累计出生人数约为1.3亿。到第三次出生高峰结束时，中国人口已经达到11.4亿人。

目前，中国正处在新中国成立以来的第四次人口出生高峰。这次高峰约起始于2006年，这期间中国大概每年有1600万~1800万的婴儿出生，最高可达每年2000万。过去的几年，中国出生人口每年都以几十万的速度增长，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如2008年中国内地一共诞生了1608万个婴儿（不包括内地孕妇在中国香港地区或国外生育的孩子），2011年和2012年中国出生人口均达到了1600万以上。这次生育高峰源于中国第三次出生高峰，这一轮婴儿潮的父母出生于80年代，是高峰复制高峰现象，比如1987年中国出生人数就高达约2500万。由于这一轮婴儿潮的父母绝大部分是独生子女，因此被称为“独二代”婴儿潮。

从中国现实国情来看，在不远的未来，第二胎政策松绑的可能性很大。1978年中国人口的增加数为1800万，从2000年开始，这一数字开始低于1000万，近年约为600万。目前，中国人口自然增长率呈逐步下降趋势，开始进入老龄化社会。

在某些经济发达城市，如上海，上海市统计局发布的2008年上海人口概况调查结果显示，自1993年以来，上海户籍人口自然变动连续16年呈负增长态势。上海是中国经济最为发达的大城市，从世界经验来看，越是富裕的家庭，生育意愿越低。

从国际上来看，即使提倡国民多生育，也不见得见效。比如：新加坡、韩国、伊朗等国家都实行过提倡二胎的政策，结果都是失败的；目前新加坡、韩国的生育率处于0.9～1.2的超低水平上，伊朗2011年的生育率也仅有约1.64。从国内来看，河北承德、山西翼城、湖北恩施、甘肃酒泉等地的农村地区从20世纪80年代就开始试点“二胎方案”，但是目前生育率都低于1.6。

研究显示，人类世代交替所需的更替水平是平均每对夫妇生育2.1个孩子。而中国自1992年以来生育率长期低于此水平，目前中国生育率约为1.2，而美国生育率达2.0，英国生育率达1.8，从国际范围来看中国生育率水平很低。

中国实行计划生育政策已经约30年，低生育率导致人口老龄化问题日渐突出，年轻劳动力面临短缺。预计未来10年，中国20～24岁劳动力的人数将大幅萎缩，将由2010年的约1.25亿下降到2020年的约0.68亿，其占全部劳动力人口的比例将由目前的约15%降至约8%。目前，中国15岁以下的人口比例在下降，但65岁以上的人口比例在快速上升。预计2015年15～64岁劳动年龄人口开始负增长，以后将长期面临劳动力缺乏的问题。

此外，还出现了性别结构失衡问题。男女出生比目前约为118，即每出生118个男孩，仅对应出生100个女孩。据预测，2020年左右中国光棍数量将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达到3000万~3500万，将对社会带来重大影响。比如将产生“婚姻挤压”现象，即适婚男性会在下一个年龄组寻找配偶，城市人会到农村寻找配偶，农村人则到山区寻找配偶。

在计划生育政策下，独生子女孩子生活孤单，缺少同龄玩伴。不但减少了童年快乐，而且对儿童心理健康发展不利。独生子女体会不到手足之情，成长过程中得不到来自兄弟姐妹的关照，成为父母的一大遗憾。如果继续延续独生子女政策，将形成4位祖父母和2位父母的家庭结构，一个年轻人要负担6个中老年人。而且每一个人都没有兄弟姐妹，没有叔叔、阿姨、舅舅、姑姑。全社会缺乏横向的血缘关系，只剩下垂直的单线条的直系亲属。

人口政策是一个国家的兴衰与成败的关键因素，中国目前现实国情需要对独生子女政策做出调整和修改。

2013年，中国0~14岁儿童数量近3亿，而且数量还在不断扩大。庞大的人口基数将催生巨大的“婴幼儿经济”市场。在未来婴幼儿基数不断扩大的前提下，有两个因素可以进一步提升婴幼儿市场消费总额。

第一个因素是中国特有的“独子文化”现象。在中国文化中，传宗接代观念根深蒂固，渗透到社会和生活的方方面面，正所谓“不孝有三，无后为大”。年轻父母格外疼爱出生的孩子，随着孩子的呱呱坠地，父母强烈意识到自己的责任，从而将自己所有的钟爱与厚望都集中到一个孩子的身上。

加之中国的大多数家长在他们的儿童期及青年期，都经历过一些苦日子。现在作为父母，不愿意让自己的孩子再受苦，宁愿委屈自己，牺牲自己的舒适和利益，去满足孩子的各种需求，甚至是超出家庭实际承受力的种种要求。

由于独生子女受到爸爸妈妈、爷爷奶奶和姥爷姥姥的溺爱，四个老人、两个父母，围绕着一个独生子女打转，“含在嘴里怕化了，捧在手里怕摔了”，独生子女成了家庭的“小皇帝”。这种现象使他们在心理和生理方面出现一系列病态反应，被形象地称作“四二一”综合征。

在子女教育方面，为了不让孩子输在“起跑线”，家长不是把主要精力放在培养孩子兴趣和爱好、启发孩子创造性思维、开发孩子自然本性的教育上，而是想方设法把孩子送到所谓“名校”，让孩子从童年开始就生活在“竞争化生存”的高压之中，把人生的意义和生活的内容变成了一场追逐排名，追求舒适安逸生活的无聊闹剧。这是中国式教育的悲哀。

比如，在中国现有户籍和教育指标的计划管制模式下，要想上名校，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要迁户口，就要购买“学区房”，所以导致“学区房”价格节节攀升，有钱就可以上名校，一定程度上影响了择校公平；为了更好地陪孩子读书，“伺候”好孩子，就要兴师动众，全家搬到名校附近，或买或租，原来的房子大部分时间空置不用，形成为了上名校，一个家庭占有两套城市住房的事实。不但刺激了房屋租金的上涨，还在一定程度上浪费了紧缺的城市资源。

第二个因素是中国所面临的全方位的环境污染危机。众所周知，目前中国面临严重的水污染、空气污染、土壤污染、固体废弃物污染等环境污染危机，并由此引发公众对包括食品安全在内的诸多领域产品安全性的担忧。由于婴幼儿正处于身体发育期，与成年人相比，对污染更为敏感，受危害程度也更深。因此，孩子的父母对婴幼产品高度重视，不惜重金去求得一份安全，“奶粉代购”现象就是其生动的写照。

产品安全因素在很大程度上影响着中国婴幼儿产业的发展。父母更加青睐中高端婴幼儿产品，品质低、规模小的企业将被逐步淘汰出局，一些有品牌、有声誉、规模化的企业将因此而受益。产业格局调整将提高产业集中度，催生一批企业脱颖而出，从而提供良好的投资机会。

婴幼儿产业涉及食品、医药、日化、娱乐、教育、服装、玩具、动漫等行业。很多国际知名消费品公司收入中，有很大一部分是来自于婴幼儿产品。例如，宝洁的帮宝适、强生的奶粉及婴儿日化用品、施贵宝的日夜百服咛和小施尔康、汉高的孩儿面等。

中国知名婴幼儿品牌公司有娃哈哈、旺旺食品、贝因美、合生元、郁美净、青蛙王子等。近几年中国“婴幼儿经济”的发展速度可以从中国童装产业中窥见一斑。2012 年，在中国服装行业普遍不太景气的情况下，如体育用品服装企业李宁、安踏体育、匹克体育、361°、特步等均出现净利润同比16% ~60%不等的下滑，休闲服饰品牌森马服饰净利润下降约 37%，美特斯邦威服饰净利润下降约 30%，童装产业却很难得地成为逆势增长的细分领域。森马服饰集团旗下的巴拉巴拉童装 2012 年终端销售超过 40 亿元，比 2011 年增加 100%，成为中国销售额最大的自主童装品牌。而在 5 年前，巴拉巴拉销售额只有 5 亿元。海外奢侈品品牌也瞄上了童装这块蛋糕，Gucci、Burberry、Dior、Armani 等品牌也于 2013 年先后进军中国童装市场，并推出了成衣、内衣、配饰等系列产品。

目前，A 股、H 股中涉及婴幼儿产品的上市公司主要有以下几类。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

食品饮料类：伊利、蒙牛、贝因美、双汇发展、洽洽食品，港股中的旺旺食品、合生元、雅士利国际等。

日化家居服饰用品：上海家化（六神宝宝）、群兴玩具、奥飞动漫、美盛文化（动漫服装）、中顺洁柔（尿不湿），港股中的恒安国际（安儿乐婴儿纸尿裤）、青蛙王子日化、博士蛙、好孩子国际等。

医药及保健品：仁和药业（优卡丹）、哈药股份（三精牌葡萄糖酸锌钙）、汉森制药（四磨汤）、山大华特（伊可新小儿维生素 AD 滴剂、复方碳酸钙泡腾颗粒盖笛欣）、戴维医疗（婴儿医疗设备）、康芝药业（儿童药品）、太安堂（麒麟丸）等。



投资需要定好位

在消费品大类中，除快消品之外的其他消费品投资机会几何？在此重点分析一下可选消费品，可选消费品介于快消品和耐用消费品之间，具有快消品的部分特征。可选消费品主要分布在服装、旅游、传媒娱乐（电影、有线电视）、文化教育等行业。国际知名可选消费品跨国公司有：耐克、阿迪达斯、ZARA 和 H&M（快时尚服装公司）、迪士尼、华纳兄弟、新闻集团、华盛顿邮报等。中国股市中的可选消费品公司主要分为以下几类。

第一类是旅游公司。从积极因素来看，首先，经过改革开放 30 多年的积累，公路、铁路、高铁网络建设基本完成，为旅游出行提供了交通条件；其次，随着居民收入不断上升，消费升级将是未来中国消费结构的重要特征，作为休闲行业，旅游业面临良好发展机遇，2012 年国庆期间首次取消高速公路收费带来的出游井喷就印证了这一点。可见旅游业在中国有很大的发展空间，现在旅游业也正处于黄金发展期。

从消极因素来看，首先，旅游类上市公司营业收入渠道单一，收入来源分散，难以整合。旅游类上市公司产品线拉得很长，囊括在线预订、交通、连锁酒店、旅行社、景点门票、索道、文化演出、饮食等细分产品，每个细分市场空间都不大，很容易触碰市场天花板。加之中国旅游资源地域分割特征明显，单一公司很难大小通吃，所以很难产生巨型公司。

其次，旅游景点公司靠山吃山，靠水吃水，旅游资源难以复制，限制了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



收入扩张。在商业模式复制方面做得比较好的是迪士尼公司，一旦迪士尼落户一个地方，同时也垄断了包括快餐、住宿、纪念品等全部配套服务和产品。华侨城试图学习和复制迪士尼模式，但效果并不理想，原因就在于迪士尼的核心竞争力其实是美国文化。对于中国旅游类公司而言，迪士尼模式参考价值不大。

再次，旅游景点公司的主要收入来源是门票销售，酒店住宿收入是补充。中国景点门票价格相对于人均国民收入比例一直偏高，备受舆论诟病。门票价格几年才有一次涨价机会，还要经过听证会程序和政府审批，因此，通过提价来增收的路子行不通。

最后，旅游景点公司吸引客源较被动。哪怕景点资源独一无二，风光非常好，让人流连忘返，但是不可能将景点搬迁到消费者家门口，只能被动地等待游客上门。另外，一年中的法定假期有限，好不容易碰上井喷期，有的热点景区还要被迫限流。旅游景点公司的酒店业务也是如此，旺季时酒店一房难求；淡季时客源稀稀拉拉，价格跳水，客房大量闲置，产生的折旧无时无刻不在侵蚀会计利润。

从这个角度来看，相比旅游业，快消品购买方便，家门口和办公楼附近的超市或便利店都可以买到。如果网购的话就更方便了，可以送货上门。快消品营销渠道发达，各级经销商、代理商及销售商备有大量存货，顾客想要多少马上就可以给多少。不存在像旅游业那样的的井喷限流问题，也不存在像房地产业那样的限购限贷问题。

简言之，相比快消品公司，旅游类上市公司投资优势不明显。但是相对于其他周期性行业，旅游类公司还是有一定投资机会的。在中国，旅游景点资源毕竟是稀缺的，地方政府也希望景点多创造收入来支持地方经济发展，会配合或默许公司上涨景区门票价格。目前中国最大的景点类上市公司，其总市值也就在几十亿元左右，只相当于北上广 CBD 一栋大型办公大楼的价格。中国景点类上市公司存在一定低估，有一定的潜在投资价值。

第二类是服装类上市公司。首先，中国服装类公司整体设计水平比较低，与 ZARA、H&M 相比差距很大。服装产业是时尚产业，很多中国消费者迷恋国外品牌，中国服装产业难以与欧美时尚产业抗衡，很难争取到本该属于自己的消费群体。其次，服装类企业是劳动密集产业。目前中国劳动力价格持续上涨，人口红利逐步丧失，80 后、90 后制造业工人越来越难招。服装类企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业面临成本加速上涨的压力，成本压力难以通过“机器代替人”“提高售价”等方式转移。再次，服装行业进入门槛低，行业内竞争激烈，价格战是通常最常用，也是最没有技术含量的竞争方式，损敌一千自伤八百，收效不大。最后，服装类公司自营门店要投入大量的租金成本和装修成本，有重资产公司部分特征，投资价值不大。

第三类是出版传媒和娱乐教育类公司，可以统称为文化产业。文化产业带有准快消品属性，尤其在影视产品、书籍、网游等产品方面体现得更为充分。总体来说，这个市场有一定潜力，但是市场比较混乱，多头管理，行业限制过多，市场化深度不够，处于比较尴尬的状态。

就出版传媒类公司而言，目前 A 股市场有一些图书和教材出版公司及一些有线电视网建设和传输企业。由于国内政策对新闻和出版领域管理非常严格，出版业约 80% 的利润来自于教材出版，非教材市场化业务发展严重受限，出版传媒类企业目前阶段发展空间不大。

娱乐教育类公司市场前景较出版传媒类公司大，比较典型的是电影市场。中国电影市场近几年发展很快。2013 年上半年中国银幕数超过 1.5 万块，年底可达约 1.7 万块。2012 年中国电影票房达到 170 亿元以上，较上年增长约 30%。与 2002 年 9.2 亿元票房数字相比，短短十年增长了近 20 倍。中国电影总票房已超越日本，成为全球第二大票房市场。2013 年刚过去半年，中国电影总票房就已经超过百亿元；而在 2012 年，超百亿元用了 8 个月的时间。预计 2013 年电影总票房将达约 220 亿元，人均年观影接近 1 次。

中国电影市场目前呈现两个特点：一是随着可支配消费能力的扩大，在全部观影群中，相比一线城市，二三线城市观众占比越来越高，而且越小的城市，国产电影的票房权重越高；二是电影观众越来越体现出年轻化趋势，90 后观众成了一支不可忽视的消费群体。据称，目前中国电影观众的平均年龄只有 22 岁。

市场虽然在不断扩大，但是国产影片竞争力还需要加强。比如 2012 年国产影片票房约为 83 亿元，进口片票房约为 88 亿元，十年来国产片票房首次低于进口片票房。当然，目前产业政策扶持国产影片的意图非常明显，相关部门甚至在排片流程上给国产大片创造机会。

目前来看，中国电影产业的收入模式还比较单一，票房收入占据了总产值的 90% 以上。1980 年美国电影票房约占电影产业总产值的 53%，目前仅约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



占 18%。美国电影可以靠录像带租赁、后产品销售、电视版权等获取其他收入，并不单一依赖票房，受制于院线。中国电影 2012 年植入广告规模还没有超过 10 亿人民币，而美国 2006 年植入广告规模就达到了 33 亿美元。

另外，国内电影制作和发行公司数量较多且分散，竞争非常激烈。行业龙头上市公司华谊兄弟、光线传媒和华策影视缺乏核心竞争优势和资源，在《泰囧》《致青春》《中国合伙人》等几部叫座片的刺激下，2013 年中期估值非常高，已经提前透支了一些投资价值。

换句话说，中国电影市场目前孕育着很大机会，但是目前股价太高了，需要暂时观望一下，不宜大举介入。当然，资本市场是一个非常奇怪的市场，非理性化认知的发酵和自我强化是无法把握的。科学家牛顿炒股巨亏后曾说过："我能算出天体运行的轨迹，但算不出人类的疯狂。"只要中国电影市场一直繁荣热闹下去，票房不停增长，资本市场的个别影视股票就会被不停炒作，股价依然可以上涨。另外，电影公司跨界进入网游市场（华谊兄弟），网络视频公司也介入影视领域（乐视网），也给这类娱乐公司带来新的想象题材，会被不停地反复炒作。

但是，影视类公司很难长期保持较高利润率。原因也很简单，影视类公司的核心竞争力不是公司品牌，而是大牌导演、制片人及演员。因为大家去看电影，并不是冲着电影公司，而是冲着大导演和明星演员去的。导演和明星他们有选择权，如果有更好的报酬和条件，会离开这家公司。国内有一些新冒出来的影视公司，如万达影视、恒大影视等是不缺钱的。在这种情况下，很多电影公司虽然赚了很多钱，但是可能要拿出很多部分来留住这些导演和明星。因此，美国好莱坞著名电影公司，如环球影片公司、20 世纪福克斯电影公司、哥伦比亚影业公司、华纳兄弟影业公司等总是做不过同为娱乐公司的迪士尼公司，因为迪士尼公司的核心资源——品牌是任何人也拿不走的。

再来看一下教育类企业。中国教育类上市公司绝大多数集中在美国上市，如新东方、学而思、正保远程、学大教育等，合计共约 10 家。截至 2013 年 6 月底，市值最大的是新东方，折合约 200 亿人民币，第二名学而思市值约 50 亿人民币。

A 股中教育类公司几乎没有。有限的几家和教育沾边的公司，如方直科技主要开发经营教育教学软件，和洪恩教育一样，其实是一个软件商。陕西金叶下属西北工业大学明德学院是其与西北工业大学合资举办的学院，陕西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金叶2012年教育收入约1.34亿元，毛利约0.59亿元。山大华特与山东大学联合举办山大华特卧龙中学，山大华特2012年教育收入约0.86亿元，毛利约0.23亿元。陕西金叶和山大华特这两家上市公司，其教育业务占全部业务的比例都不大，属于非主营业务，因此还称不上是完全意义上的教育类公司。

中国资本市场缺乏教育类公司，这与教育在国家中的地位不相符。教育的重要性不需赘述，教育水平决定科技发展，科技发展决定生产效率，生产效率决定生产力，生产力决定GDP。中国目前的教育资源现状是稀缺和过剩并存，结构失衡扭曲，水平低劣，学生身心全面发展没有成为教育目的反而成了有关方谋取利益的工具。

比如，数据显示，2008年开始，中国出国留学人数呈现快速增长。2008—2012年，每年出国留学人数分别约为18万人、23万人、28.5万人、34万人、40万人，2013年预计将达45万人。从2008年开始出国人数每年递增约20%～25%，各国接收中国留学生的数量都有明显增长。改革开放以来的30多年间，中国累计出国留学人数约为300万。其中，自费出国留学人员200多万人。截至2011年年底，累计回国留学人员仅有约82万名，即平均每3人才有1人回来。

目前越来越多的学生选择去海外读书，而且从大学生逐步蔓延到中学生，这是学生家长和学生本人对中国教育不满、不信任而选择用“脚”投票的结果。

再如，全国城镇劳动者约为3亿，而其中技能型劳动者总量约为1亿人，仅占1/3，距离发达国家1/2的水平还有很大的差距。目前有2.5亿左右的农民工进城务工，大部分没有经过职业教育与培训，素质亟待提高。而按照目前城镇每年新增就业岗位1000万个计算，传统白领岗位仅1/4左右，2013年的高校毕业生700万人，因此将有450万人左右不能进入白领岗位。

据说有个活生生的例子：在上海的某建筑民工无意间与工程建筑设计师攀谈中得知，两人竟然是在同一年参加高考，考题一样，建筑工人考了530多分却名落孙山，建筑师虽然只考了420多分，因为属于高录取率的一线城市生源，却上了大学。

一方面是大批人享受不到教育资源，另一方面却由于地方保护主义和盲目扩招，使得教育资源浪费，大学生相对过剩，学无所用，毕业即面临失业的尴尬局面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



教育是一个国家的立国之本，治国应从教育抓起，而教育公平就是突破口。

最后说说零售企业。有人把零售业看作快消品企业，其实，卖快消品的企业并不等于就是快消品企业。虽然世界500强中有很多跨国零售企业，诸如沃尔玛、家乐福、好又多、乐购等，中国也诞生了万达、苏宁、国美这样的巨型公司，但是目前零售企业投资机会并不多。

首先，零售企业资本支出大，财务风险大，遇到经济调整，受冲击非常大。比如，2012年，由于租约滚动到期导致租金持续成倍增长，中国100家大型连锁零售企业近半数利润增幅仅为0～5%，利润出现负增长或亏损的企业明显高于往年。

其次，如今电子商务发展如火如荼，网购不断蚕食传统零售商的市场份额，传统零售商至今还找不出应对办法。苏宁提出要做中国的沃尔玛+亚马逊，这种暗含自我互相冲突的战略模式能否奏效，还需要时间的检验，最起码苏宁不会因电商的冲击而轰然倒掉，产业洗牌后，苏宁将仍然是大佬。

2012年中国连锁百强销售规模1.87万亿元，同比增长10.8%，为历年来增长最慢的一年，也慢于社会消费品零售总额14.2%的增长。

以2012年中国零售企业连锁百强为样本，将业态划分为百货、大型超市、标准超市和便利店后，以每平方米效率来看，各业态均有下滑。百货业态从2011年的3.13万元/平方米/年下滑到2012年的2.8万元/平方米/年；便利店业态从2011年的4.27万元/平方米/年下降到2012年的4.2万元/平方米/年；大型超市业态从2011年的2.94万元/平方米/年下降到2012年的2.6万元/平方米/年。各业态客单价和毛利率也出现下滑。

再次，零售业总是打价格战，价格战损人不一定利己，容易使整个行业无钱可赚。其实，真正好的产品和好的营销是不需要打价格战的。

最后，零售企业对消费者的黏性度不高。虽然为拉拢客户，大卖场甚至提供免费班车服务，但是消费者选择去哪个大卖场最终看的还是价格；另外，有车族增多，购物半径增大，渠道的可替代性增强，商家很难积累忠诚客户。

今后，中国商业流通领域要进行一场彻底的变革。商场只卖商品是上一代人计划经济时代的概念，商场应该成为娱乐、教育、餐饮、社交等的中心场所。万达很接地气，在大幅扩张的同时，不断调整自己的业态来顺应新时代顾客的需求变化，因而能使紧绷的资金链得以延续下去。相比之下，很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传统的国有商场还是停留在往日辉煌的记忆中，基本失去了革新的勇气和能力，将会逐步消亡下去。

总而言之，可选消费品虽然有一定投资价值，但是相比快消品还是逊色不少。做股票是优中选优，首先要做好排除法。俗话说，男怕入错行，女怕嫁错郎。人生需要定位，投资更需要定位。

有个小故事说明了定位的重要性：有两匹马自小一起长大，其中一匹马贪图富人家的好草料和好马棚，选择在富人家拉磨，另一匹马则跟随唐僧去西天取经。历经千辛百苦和多年跋涉后，后一匹马驮着经书圆满而归，在老家遇到拉磨的马。拉磨的马感叹道：兄弟，你真有出息！驮经的马说：其实我们哥俩走的路是一样的，我每天在不停地走路，你每天也在不停地转圈，我们都没有歇着，但是我们的方向不同啊！

做投资一定要定好位，选对投资品种。采人参要到长白山，选好玉要去和田，做好投资要关注快消品。当然，太行山也有人参，中原也产玉，做周期股、消息股、题材股、重组股等，做得“好”的话也可以或多或少赚钱。萝卜青菜，各有所爱。但是，孰优孰劣，投资者不妨自己辨别和尝试，相信在交了或多或少的“学费”后会醒悟和明白。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 基本面投资标准2 品牌至上



挑人看人品，选股看品牌

俗话说，“民无信不立”，“人而无信，不知其可”，人品和信用是一个人安身立命的本钱。商场上，企业的“人品”要靠品牌和商誉来体现。品牌在本质上是商品的信用担保，是对商品性能和效用的承诺背书。品牌是企业经营的“护城河”，是获取超额利润的源泉。

做企业难，做品牌企业更难，做国际化品牌企业是难上加难。20 世纪七八十年代，可口可乐在美国沃尔玛大卖场热销，看到有利可图，于是沃尔玛推出自有品牌的沃尔玛可乐，并把自产可乐堆放在收银台附近，价格只是可口可乐的 1/3 ~ 1/2。但是消费者并不买账，购买者寥寥无几，沃尔玛无奈最终还是停掉了这个项目。在中国，娃哈哈也曾生产过低价可乐品牌“非常可乐”，试图抢夺可口可乐市场份额，但是结果也不理想，现在市面上已难以找到非常可乐饮料。

其实可口可乐配方早已不是秘密，沃尔玛可乐也好，非常可乐也好，它们与可口可乐配方基本相同，成分大致相同，口味几乎没有差别，唯一不同的就是品牌。由于品牌的“护城河”作用，可口可乐的市场地位得以维持，超额盈利得以保证。

普通的企业做产品，优秀的企业做品牌。全世界 7 成以上的手机在中国代工生产，赚取的利润只占整个产业链的 2% 左右，处于“微笑曲线”的中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间段，附加值最低。以苹果 iPhone 的价值链为例，据有关机构测算，每台 iPhone 手机价值贡献中，美、日、韩分别凭设计和技术获得约 49%、34% 和 13% 的利润分成，而组织生产的中国不到 4%。手机品牌企业专注于研发和营销，赚取的利润至少是代工企业的 10 倍以上，处于“微笑曲线”的两端。从这个角度来讲，全球最大的手机代工企业富士康仅仅是个做产品的企业，而苹果公司才是品牌企业。

类似的例子还很多：迪士尼公司大型游乐园收入仅占全部收入的 20%，其他 30% 来自电影收入，50% 则来自品牌特许收入。国际知名酒店万豪集团的最大利润来源并非来自自有酒店，而是借助于品牌输出，通过管理他人拥有的酒店来获取大笔管理费收入。喜临门是宜家的 OEM 和 ODM 商，宜家的很多产品其实是在中国的喜临门车间里制造出来的。这些例子说明了品牌的重要性，谁掌握了品牌，谁就掌握了产业链。

人品不是一朝一夕形成的，品牌的塑造也是一个漫长的过程。品牌形象的塑造需要日积月累，品牌的成功是长年累月所投入的时间、精力和财力的回报。广告轰炸、炒作等其他短期投机取巧的行为可以暂时提升品牌认知度，但是获得品牌美誉度则需要慢功夫。

10 多年前的秦池酒业通过标王广告，短期吸引了大家的眼球，虽然陡然提高了品牌认知度，但是却难以获得品牌美誉度。而品牌认知度是非常脆弱的，当秦池遇到突发事件时，短期建立的所谓品牌认知度的大厦顷刻间就坍塌了。

没有品牌的世界是不可想象的，如果商场的商品没有品牌，那么我们将无从选择，无所适从。品牌背后的关键因素是信用。葛优在《天下无贼》中戏称 21 世纪最缺的是人才，其实 21 世纪最缺的是信用，21 世纪是得信用者得天下的世纪。

品牌靠信用来支撑，消费者的消费行为是对品牌信用的现金兑现。信用成本是沉落成本，企业不会轻易放弃信用成本，所以会不惜代价维护企业品牌，不会为了蝇头小利砸了招牌。越强大的品牌，其信用成本越高，就越容易获得消费者信赖；不知名的品牌信用成本低，于是鲜有人问津。在品牌的“马太效应”下，企业间的业绩出现分化。

做好一个品牌不但需要及早动手，更需要慢功夫和苦功夫。品牌战略是企业战略核心内容，品牌意识是企业家需要具备的基本因素，品牌经营的好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



坏往往决定了一个企业的兴衰成败。

品牌不同于知名度，有人将品牌和知名度混为一谈，混淆了两者的区别。兰州拉面、沙县小吃、重庆麻辣烫、北京火锅、北京烤鸭、二锅头等产品知名度很高，但这不是品牌，只是属于地理标志商标的范畴。而味千（拉面）、海底捞（火锅）、全聚德（烤鸭）、红星（二锅头）才算是品牌。品牌要靠产品的特有品质、特殊功效、特别服务等差异化因素来支撑和区分，如果做不到高品质和差异化，知名度再高也无法获得超额利润。

好的品牌不仅要看其认知度，更要看品牌内涵。中石油、中石化、中国联通、长虹等为大家所熟知，但并不代表上述公司会有很高的投资价值。做投资不能只看企业知名度，被假象迷惑，要深入把握品牌内涵，挖掘品牌背后的盈利保证要素。

品牌构建了企业核心竞争力，有生命力的企业，其核心资产并不是实物资产，而是包括品牌在内的无形财产，这些无形资产才是企业的“灵魂”。整合营销传播理论的开创者唐·舒尔茨是这样评价可口可乐的，“假使全世界的可口可乐工厂在一夜之间化为乌有，只要可口可乐品牌还在，很快又会形成可口可乐王国”。

品牌是这样，做人何尝不是如此？上帝给每个人的机遇都是一样的，有的人可以抓住，有的人却抓不住。有的人似乎特别受上帝垂青，经常受到周围人的信任，好事情也总伴随着他；有的人费尽心思要别人帮他，可结果总是差强人意——人品不同，导致面对机遇的结果不同。做事重要，做人更重要。人品是一个人最有价值的资源，最难获取，需要日积月累才可以形成。在这个一切都快速化（快餐、快时尚、闪婚、闪育），一切都微型化（微博、微信、微电影、微小说）的时代，恰恰是最“慢”形成的东西——信用成了最稀缺的资源。

品牌内涵还体现在给消费者带来的特别感觉。消费者虽然买的是商品，但商品本身并不是购买的目的，商品所具有的特殊效用才是消费者消费的目的。同样款式、同样成本的运动鞋，耐克就比李宁更受追捧，价格也更高；天津海鸥手表和深圳飞亚达手表，与瑞士手表具有同样精确度，但是瑞士手表却是白领、金领们的挚爱；对于不具备品酒师舌头的一些人来说，可能喝不出五粮液和二锅头、茅台和赖茅的差别，但是如果用二锅头请贵客吃饭或送礼，估计是办不成事的。消费者所追求的那种特别感觉是品牌内涵的集中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体现。因此，选股不但要看品牌，更要关注品牌内涵，选择那些“人品”好的公司做投资。



这是一个品牌化的时代

狄更斯曾说：“这是一个最好的时代，也是一个最坏的时代。”当下的时代，不管是一个什么样的时代，无疑是一个品牌化的时代。

改革开放之前，中国人鲜有品牌概念。那时城市人喝的奶是从该市奶厂订购的，穿的衣服产自该市第×服装厂，买东西要到该市第×商店，根本没有品牌意识。每个城市的工业体系都是“小而全”和自给自足的，重复建设现象严重，资源利用效率低下。全国的商品基本上是标准化的，价格一样，质量一样，功效一样。举国上下，从商品到人，都被打上深深的“计划”和“均一化”的烙印。

如今，我们已经很难找出没有牌子的商品了，连做饭用的菜刀都有了品牌（双立人），大米也有了品牌（福临门、金龙鱼及其子品牌香满园、金元宝等；2013 年 5 月份“毒大米”事件发生后，人们对食品安全的担心从成品转向食材，愈加凸显品牌的价值），甚至出现了一个舶来的主打无品牌概念的品牌——“无印良品”。这个时代，品牌已经像空气一样无处不在，我们生活在一个品牌化时代。

大约 10 多年前，中国人对旅行箱包还没有多少品牌概念。大家购买箱包时可能仅会注意下产地，如果是产自上海，表明质量还不错，没人去关注箱包品牌。现在，城市人有越来越多的出差机会，越来越多的白领们开始将品牌观念应用到旅行箱包上，以凸显与众不同的个人消费风格。这为一家专门生产旅行箱包的国际品牌公司带来了巨大商机，这家公司就是港股中的美国公司新秀丽（Samsonite）。

数据显示，新秀丽 2012 年全球销售增长 16.8%，达 17.72 亿美元（约合 138.2 亿港元），毛利率为 53.7%，净利润为 1.48 亿美元（约合 11.5 亿港元），净利增长 71%。其中，亚洲区销售额为 6.84 亿美元（约合 53.4 亿港元），增长 21%。

新秀丽的很多产品在国外的市场售价不及中国价格的一半，新秀丽全球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



收入的高增长很大程度上得益于中国买家的海外代购。新秀丽股价表现 2012 年涨幅约为 31%，2013 年中 PE 约为 20 多倍。港股另外一只奢侈品品牌公司普拉达同期 2012 年涨幅约 113%，2013 年中 PE 约为 40 倍，二者相比，在投资安全边际方面，新秀丽似乎更有一些优势。

其实，旅行箱包的用处无非就是装东西，结实耐用是最重要的因素。箱包本不是高科技产品，为什么中国企业却做不好呢？——关键在于品牌。同样一个箱包，如果是国产的，只能卖几百块钱；可是一旦在箱包的正上方醒目位置打上“Samsonite”的 logo，价格立马翻到几千元。就是这个小小的 logo，像耐克那个带勾的 logo 一样，让消费者心甘情愿地掏钱，为几倍于中国箱包企业的毛利率和利润率买单。

在与洋品牌竞争过程中，越来越多的本土企业意识到自身存在的“品牌短板”，纷纷投入资金加强品牌化运作。央视黄金资源广告招标历来被视为中国经济的晴雨表和市场的风向标。2013 年度央视标王广告招标预售总额约 160 亿元，来自全国的 251 家企业参加了招标，分布在食品饮料、酒类、医疗保健品、金融、家用电器、汽车、旅游等行业，其中不乏快消品品牌。

从标王历史来看，1994 年，第一届标王是孔府宴酒，孔府宴酒一举击败当时如日中天的孔府家酒，以 3079 万元夺得当年央视标王。当时，孔府宴酒的广告语是“喝孔府宴酒，做天下文章”。夺标当年，孔府宴酒实现销售收入约 9. 2 亿元，利税约 3. 8 亿元，一下子就跨入了全国白酒行业前三甲。

1995 年，秦池酒业以 6666 万元获得央视标王；1996 年，秦池又以 3. 2 亿元天价卫冕标王成功。1996 年秦池酒业收入约 9 亿元，被形象地称为“每天开进央视一辆桑塔纳，开出一辆豪华奥迪”。但是，1997 年发生“勾兑事件”后，秦池酒业就此陨落。

第四届标王是 1997 年的爱多 VCD，金额为 2. 1 亿元。第五、六届是步步高 VCD，分别耗资 1. 59 亿元和 1. 26 亿元。第七、八届是娃哈哈，2001 年和 2002 年，娃哈哈分别以 2211 万元和 2015 万元获得标王。第九届是熊猫手机以约 1. 09 亿元夺冠。第十届是蒙牛乳业，2004 年蒙牛以 3. 1 亿元夺冠。第十一届、第十二届、第十三届是宝洁，分别以 3. 85 亿元、3. 94 亿元、4. 2 亿元夺冠。2008 年是伊利，金额是 3. 78 亿元。2009 年是纳爱斯，金额是 3. 05 亿元。2010 年是蒙牛，金额是 2. 039 亿元。2011 年还是蒙牛，金额是 2. 305 亿元。2012 年是茅台，金额是 4. 43 亿元。2013 年是剑南春，金额是 6. 09 亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以看出，历届标王都是消费品企业，其中有很多快消品品牌。做标王后，有的企业不断发展壮大，有的企业经历短暂辉煌后一落千丈。央视标王企业不区分广告目标客户，只要砸巨资就可赚取短期眼球效应，要想使产品认知度转换成品牌美誉度和客户忠诚度，更需要在产品品质、渠道建设、品牌文化内涵等方面配套发展，才算得上是一笔合算的买卖。

对于快消品企业来讲，不但要考虑广告投放的“火力”，更要考虑广告投放的“目标”，即尽可能锁定目标市场和目标顾客，提高广告投入的性价比。尤其是对于细分化定位非常高的化妆品，广告更需要精准化投放，让“每一颗子弹消灭一个敌人”。



首选百年品牌

做快消品要优先考虑老品牌，尤其是百年品牌。中国历史上曾诞生过约1万多个老品牌，现在大约有1000多个还在使用，其中有100个左右的老字号品牌企业效益还相当不错，这100个左右的品牌隐藏着巨大的投资机会。

很多老字号企业经历改制后，焕发出新的生机。比如，创建于清代咸丰元年的杏花楼于2000年成功完成改制，从主营业务收入2亿元、利润600万元，发展到现在主营业务收入20亿元、利润近2亿元元，杏花楼月饼成为中国月饼的第一品牌，2012年收入超过6亿元。

再如，回力鞋业创建于1927年，“回力”商标注册于1935年，距今已有80多年的历史。回力也曾经历过一段艰难的日子，有10年左右的时间收入一直徘徊在1亿多元。以前回力定位于专业运动品牌，现在定位于运动休闲品牌。在经营模式上，回力从生产型企业转变为品牌运营商，已经在全国发展了1000多家回力专卖店，2012年销售额达到5亿元，预计2013年将达到7亿元。

对于百年品牌来说，其产品品质和品牌内涵经历了漫长岁月的检验，是被历史证明了的优秀品牌。百年品牌在几代中国人的家庭生活中口耳相传，除了产品本身具有“制造精工、质量精湛、款式精致”等硬件外，更重要的是所具备的口碑、传说、故事等软件，已经潜移默化为中华文化的构成元素，是最能代表中华民族国粹文化的品牌，也必将受益于中华文化的复兴和中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济的腾飞。百年品牌中蕴藏着巨大的金矿，是投资的聚宝盆。

统计发现，中国股市成立以来，百年品牌消费品股票涨幅远高于其他品牌消费品股票涨幅。如果我们把中国股票划分为几只 ETF 基金，一只是工业品 ETF，一只是消费品 ETF，一只是快消品 ETF，一只是百年品牌快消品 ETF。各 ETF 历史涨幅排名结果是：百年品牌快消品 ETF > 快消品 ETF > 消费品 ETF > 沪深 300ETF > 工业品 ETF。

从国际范围来看，著名品牌评级机构 BrandZ 所发起的最具价值全球品牌百强排行榜针对全球 200 多万消费者，就全球数千个“面向消费者”和“企业对企业”品牌进行采访，以此来衡量和评估品牌价值。2013 年度 BrandZ 最具价值全球品牌前十强包括苹果、谷歌、IBM、麦当劳、可口可乐等国际超级品牌。

数据显示，过去八年间“BrandZ 全球最具价值品牌 100 强”上榜品牌企业业绩明显高于标普 500 指数企业。这期间，标普 500 指数企业和 BrandZ 品牌企业组合样本的增长率分别为 23% 和 58%，这充分证明拥有强势品牌的公司能大幅跑赢大盘。

喜新厌旧是人的天性。投资者总觉得新股比老股赚钱机会多，新品牌比老品牌好，总想抓个黑马或黑马品牌，一夜暴富。但是中外资本市场的实际表现证明：姜还是老的辣，品牌还是老的好。虽然投资百年品牌企业有些枯燥单调，不够刺激，不够新鲜，不够时尚，但是投资百年品牌企业成功概率远超其他企业，百年品牌企是投资者首选投资标的。

可口可乐起源于 1886 年美国佐治亚州亚特兰大城，是典型的 10 年 10 倍股。可口可乐于 1919 年发行股票上市，约 20 年后股价上涨了约 80 倍，给投资者的回报相当丰厚。当时有很多人认为股价被高估，涨幅被透支，不看好未来表现，甚至卖掉了手里的股票。但是从 1939 年到 90 年代中期，可口可乐股价 50 年间又上涨了约 600 倍。自上市以来累积共上涨高达 5 万倍。美国有一个小镇的很多居民当年在一个股票经纪人忽悠下买了可口可乐股票，没想到却成了当今全美国最富有的小镇。

像可口可乐这样的百年涨幅第一的百年品牌，在过去的任何时间购买都不会让投资者失望。中国股市只有 20 年，未来还有充分的时间来见证优秀企业的成长，也会诞生自己的“5 万倍”股。投资者要把眼光放得长远一些，不要重蹈踏空可口可乐投资者的覆辙。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前A股中涉及的老字号产品的上市公司主要有：贵州茅台、五粮液、青岛啤酒、洋河股份、泸州老窖、张裕、山西汾酒、古井贡酒、古越龙山、水井坊、沱牌舍得、老白干酒、云南白药、白云山、同仁堂、东阿阿胶、片仔癀、中新药业、独一味、奇正藏药、广誉远、江中药业、马应龙、太安堂、千金药业、九芝堂、汉森制药、羚锐制药、桐君阁、佛慈制药、上海家化、老凤祥、锦江股份、上海梅林、涪陵榨菜、全聚德、金字火腿等。



品牌和渠道：两个轮子

好的产品要让消费者舍得买、买得到、买得开心。舍得买关乎定价策略，买得到关乎渠道建设，买得开心关乎消费体验。渠道建设是消费品企业经营的重要环节。

商品渠道指连接制造商和消费者之间的众多环节，涉及批发商、经销商、分销商、代理商、零售商、运输商、广告商等，并通过这些网络，使产品从生产者流向最终消费者或用户，完成物流、资金流、信息流、商流的转换，从而实现并增加商品的价值。

没有渠道，就没有商品销售的实现。商品渠道主要可分为三级，一级渠道一般指总经销商或大企业代理商，一级渠道是产品的“蓄水池”，承担着“旱涝保回款”的责任，要保证合理的库存量；二级渠道一般指各地区分销商，相当于阡陌纵横的“水管”，起到泻洪的作用，要流畅，不能淤塞；三级渠道一般指终端促销商或零售商，三级渠道的最后一个环节，相当于“水龙头”，“水龙头”要处于长期打开的状态，并顺利流动，以实现各级渠道的有序循环流动。

在中国快消品销售领域，就三级渠道而言，一般一批经销商享受约5%的毛利率，二批分销商享受约10%的毛利率，三批终端零售商享受约30%的毛利率。渠道越往下，毛利率越高。

在快消品分支之一的日化领域，从出厂价到零售价，本土和外资日化企业有不同的价格管理体系。外资品牌实力雄厚，通常通过巨额营销和广告投入来拉动品牌的销售；本土品牌一般是通过保证渠道商利润的方式来推动产品的销售。因此，本土品牌采取的是推动式营销策略，国际品牌采取的是拉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



动式营销策略。外资日化品牌通常不会强行规定市场终端统一售价，本土品牌更在意价格对品牌形象的支撑，往往以统一售价的方式来保证经销商、代理商的利润空间。

渠道不仅是产品价值实现的途径，也是产品价值增值的场所。价格是价值的标尺，产品的价值取决于建立在自愿和诚信基础上的成交价格。胡萝卜在菜市场的定价等于胡萝卜的实际价值。胡萝卜从田间地头的几毛钱一斤上升到菜市场的几块钱一斤，包括收购者、批发者、运输者以及菜贩子、卖菜大妈等在内的渠道参与者的劳动使其价值得以实现并得到提升。

渠道中有营销，很多人错误地认为营销不创造价值。其实，营销通过市场认知宣传，使消费者找到合适对象，并使产品供给方和需求方达成匹配。营销虽然没有改变产品的任何性状，但是营销提高了商品价格，在此价格下，销售得以实现，消费者的购买行为是对商品增值价值的认可。因此，营销同样可以创造价值。

营销虽然重要，但是只有产品本身过硬，营销才会锦上添花。忽视产品品质而一味依赖营销，甚至进行虚假营销，其实是给自己埋下定时炸弹，迟早会出问题的。须知，任何商家都是市场中的一分子，商家再聪明，也不会比市场更聪明，忽悠和欺骗市场的结果必定是被市场惩罚并抛弃。

渠道与品牌到底哪个更重要？这就像问一个 NBA 篮球得分高手，是投篮命中率重要还是突破能力重要？——其实，渠道与品牌都重要，渠道与品牌两手都要抓，两手都要硬。做品牌要进行广告宣传费用投入，做渠道同样要大笔资金投入。有时一个消费品要实现全国市场的渠道覆盖所产生的渠道进场费与相关销售服务人员的费用，要比在央视做广告的投入还要高，渠道的门槛和品牌的门槛一样高。

中国凉茶行业有两家很著名的企业，一个是王老吉，一个是加多宝，一个在品牌方面较有优势，一个在渠道方面较有优势。预测王老吉和加多宝谁能把对方打倒没有什么意义。对于加多宝来说，最需要做的是加深消费者对加多宝品牌的认知度和信任感；对于王老吉来说，最需要做的是尽快实现在全国的市场覆盖，大力提升铺货率。

品牌和渠道如同一辆车的两个轮子，缺一不可。如果双方在这两个方面都整合得比较好，那么它们就是中国未来饮料行业的可口可乐与百事可乐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



多品牌战略

一般来讲，提高市场占有率可以提升产品销售收入。但是，如果一个产品获取了非常高的市场占有率，哪怕再增加一个百分点的市场占有率都异常困难，那么企业增长的空间在哪里呢?

马应龙药业是一家非常优秀的公司，百年老字号，生产的马应龙痔疮膏药效非常好，市场占有率目前高达约70%。9年前刚上市时，马应龙痔疮膏市场占有率呈现持续提高的态势，如果在那时投资这家企业，回报将十分丰厚，至2010年年底最高可达10倍。

但是2010年后马应龙股价出现了一定程度的回落，至2013年中期约下跌了三分之一，原因在于：

一是市场容量有限。虽说有“十人九痔”的说法，但是大多数患者病情较轻，很多人不把痔疮当回事，甚至好多人都不知道自己得了痔疮，只是在感到不舒服时，才稍微注意一下休息和饮食。一般情况下，只要注意保养，症状可以自发缓解甚至消失，所以，产品市场需求比较稳定。不像医药保健品，理论上只要有足够支付能力，需求可以无限大。

二是产品单一。根据2012年年报，治痔类产品收入约5.1亿元，在全部营业收入中占比约为33%。从收入占比来看不高，但是治痔类产品毛利约4亿元，在全部毛利中占比约为63%，是公司的主要盈利来源。公司药品零售和批发项提供了约7.6亿元的收入，这部分收入占比较高，但是这部分业务毛利率很薄，只有约10.4%，毛利也只有约0.78亿元。由此看来公司主要靠马应龙痔疮膏“单打独斗”，盈利单一化较明显。

三是产品提价难。2013年3月15日卫生部公布了2012年版《国家基本药物目录》，马应龙麝香痔疮膏被列入其中。一般来讲，被列入《国家基本药物目录》的药品售价受到国家严格管制，自主提价有很大难度。

另外，马应龙痔疮膏虽然效果较好，但是并非不可替代，况且其他同类产品药效和马应龙也相差不大，一旦提价，容易流失一部分消费者。

基于以上原因，马应龙的快速成长期或已经过去，除非企业通过创新再造新的利润源泉，否则重复前10年股价涨幅的可能性不大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



与此类似，江中制药的健胃消食片品牌知名度很高，大家要是吃多了、吃撑了想吃点什么帮助消化的话，一定会想到这个产品，消费者甚至都不知道其他品牌的消食片产品。江中制药的健胃消食片已经占据绝对市场份额，但是近年来其收入也遇到了增长瓶颈，虽然过去的10年其最高涨幅一度高达20倍，但是近两年多股价一直在下跌，截至2013年7月底，已经从最高点跌落超过50%。

江中制药的健胃消食片与马应龙的痔疮膏共同的症结就在于没能把单一产品的品牌优势成功转化到其他产品当中，没有成功实施多品牌战略，从而错失了进一步跳跃发展的机会。一般来讲，单一品牌不是万全之策，因为一种品牌树立之后，容易在消费者中形成固定印象，不利于产品的延伸。

所谓多品牌战略（Multibranding），是指企业利用已经创建起来的某一知名品牌延伸开发多个知名品牌的战略计划，这些品牌相互独立，而又存在一定的关联，在一定程度上产生协同效应。

多品牌战略由宝洁公司首创，旗下的独立品牌多达80多种。宝洁在中国推出的美容护肤品牌就有近10个，占了中国美容品的主要品牌的三分之一。消费者熟悉的潘婷、飘柔、海飞丝三大洗发护发品牌都是宝洁的产品——飘柔强调使“头发更飘、更柔”，潘婷则突出“拥有健康，当然亮泽”，海飞丝则是“头屑去无踪，秀发更出众”。这三个品牌分别吸引三类不同需求的消费者，从而使得宝洁在中国的洗发液市场占有率一度高达50%以上。在清洁剂领域，宝洁有汰渍、碧浪等品牌。

在同一产品中设立两个或两个以上相互竞争的品牌，虽然会使原有品牌的销量略减，但几个品牌加起来的总销量却比原来一个品牌时更多，可以抓住不同细分市场消费者。

上海家化采取的也是多品牌战略。上海家化旗下化妆品领域有3大超级品牌六神、佰草集、美加净，7大细分化品牌双妹、高夫、玉泽、启初、恒妍、家安、茶颜，以及百年传统品牌雅霜，并放弃了4个“鸡肋”品牌清妃、可采、露美、珂珂，另外还有清洁剂品牌家安、饮用水品牌至上水品等，各自占领不同性别、不同购买力、不同消费习惯的细分市场。

在中国快消品领域，有三家超级食品企业实施的是单一品牌战略，分别是旺旺、康师傅和统一。一般来讲，如果细分市场容量较小，销售额不足以支持品牌的扩张，就难以实施多品牌战略。这三家企业均来自于台湾，台湾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人口数量才2300多万，任何一种食品的市场容量都是有限的，因此企业一开始就没有实施多品牌战略。但是，这些企业却在一个品牌下扩展了产品线，从方便面发展到茶饮料、矿泉水、即时食品、乳制品、饼干、面条等，可以称得上是一种单一品牌下的多产品战略，事实证明这种战略也是成功的。另外，康师傅收购了味全，味全成为康师傅集团下的另一主打品牌。

中粮集团的品牌战略介于单一品牌和多品牌之间，即采取统一标注中粮logo的一拖多品牌战略，其子品牌福临门、五谷道场、蒙牛、长城葡萄酒、金帝巧克力、美滋滋等都在包装上标注中粮logo。这种策略既可以使各子品牌充分分享母公司品牌商誉效应，又可以在一定程度上防范单一品牌策略的品牌集中风险。中粮品牌模式和宝洁有点相似，大家对宝洁的飘柔、潘婷、海飞丝、沙宣、伊卡璐、舒肤佳、玉兰油、海肌源、护舒宝、帮宝适、佳洁士、欧乐－B、汰渍、碧浪等品牌产品的信赖和认可很大程度上是建立在对宝洁公司信赖基础上的（当然，SK－II是个例外，由于定位高端，宝洁有意弱化其宝洁属性）。

目前来看，在快消品领域实施多品牌策略有很多优势。首先，消费品细分市场众多，不同子品牌定位于不同细分市场，可使企业把握不同细分市场机会；其次，消费者多属于品牌转换者，普遍具有求奇求新心理，喜欢试用新产品，多品牌策略可以抓住此类消费者的新增消费；再次，卖场商品陈列位置有限，赢者通吃，多品牌产品可占用更多货架面积，从而排挤其他竞争者的空间；最后，多品牌策略有助于在企业内部各个部门之间、产品经理之间开展竞争，以提高企业效率。

目前多品牌战略做得比较好的跨国企业还有香奈儿。香奈儿除了做服装，也做化妆品，还在日本银座运营香奈儿餐厅，这些业态结合在一起形成香奈儿的时尚产业。爱马仕、古驰也拥有自己的服装产业、咖啡店、酒店等，形成独具特色的综合时尚品牌产业。韩国服装品牌衣恋，也从事时尚餐饮、时尚酒店等产业。

国内也有多品牌策略做得比较好的快消品企业，比如养生堂公司成功横跨保健品、生物制药、饮用水、食品、化妆品等领域，创立了农夫山泉、农夫果园、尖叫、东方树叶、龟鳖丸、成长快乐、成人维生素、清嘴、母亲牌牛肉棒等知名品牌。

中国凉茶行业市场空间很大，利润率也很高，但是竞争也非常激烈。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个行业有三个企业涉及多品牌战略，首先是加多宝，加多宝除做凉茶外，还利用渠道优势推出昆仑山天然雪山矿泉水。第二个是福建达利集团，其旗下的“达利园”“好吃点”“可比克”是家喻户晓的三大休闲食品品牌，其凉茶品牌并未使用既有品牌，而是自创了“和其正”品牌，运营效果还算不错。最后一个是霸王国际，霸王国际本来是靠中草药洗发水起家的，霸王品牌在消费者心中是日化品牌，但是霸王国际错误地将这个品牌转移到凉茶中，推出霸王凉茶。试想，消费者如果在饮用凉茶时联想到的不是“去火”“清火气，养元气”这些积极暗示，而是“洗发”“去污”“泡沫”等与霸王洗发液有关联的衍生内容，那么这样的品牌移植能成功吗？

 “潜伏”在身边的品牌牛股

做消费品投资要留意日常生活中身边的品牌，伟大的公司往往“潜伏”在你的身边并伴随你不断成长。试想，如果一个品牌是你不知道的，产品不能获得你的认可，怎么能指望其获得全国消费者的认知和认可？又怎么能做到国际化呢？

做投资不必舍近求远，邻居家门口的雪不见得比自家家门口的更好，我们每天很可能不止一次地接触并使用到消费品品牌产品，身边的消费品应该成为投资标的首选目标范围。当然，做投资也不能全凭个人喜好，身边的品牌只是投资标的来源渠道，不代表每一家都可以给你满意的投资回报。只有经过大量的分析调研后，才可以作出相应决策。

身边的品牌可以通过以下几个方面来关注。

一是自己和家人常用的日常生活用品。投资者从自身做起，留意一下自己和家人平时用什么样的产品，这些产品属于哪家上市公司，这些产品用起来是否好用。

其实，只要略做思考，就会发现日常生活中自己和家人在不知不觉使用着许多上市公司所属品牌产品。比如，早上起来洗澡刷牙洗脸，可能会用到云南白药牙膏、舒适达牙膏，以及上海家化的六神香皂、沐浴露和洗发液；护肤品可能会用到高夫、美加净或片仔癀；早餐的牛奶品牌可能是伊利、蒙牛或光明；上班带的钱包里的信用卡是某家上市银行发行的；衣服口袋里可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能会装恒安国际的心相印纸巾等。下班回到家里，做饭可能会用到福临门的食用油、中炬高新的厨邦酱油、恒顺醋业的醋和雨润的冷鲜肉或者金字火腿，吃饭时可能会喝点张裕葡萄酒、长城葡萄酒、青岛啤酒、古越龙山或其他品牌白酒，还可以拌一点涪陵榨菜或者双汇的火腿肠，喂婴儿吃奶可能会用到贝因美产品。吃完饭可能和家人一起打开格力的空调，看海信的电视，电视里或许有华谊兄弟或光线传媒制作的电视剧，边看边磕洽洽瓜子，喝王老吉凉茶、露露杏仁露或汇源果汁。有时间的话，女性可能会敷一张美即面膜，用海尔的洗衣机洗衣服。

二是其他人使用的品牌。比如，米歇尔第一次以美国第一夫人身份亮相荧屏，回答主持人的提问时说到自己平时穿 J. Crew 品牌服装后，J. Crew 集团的股价第二天就上涨了 8%，当周上涨了 25%，节目播出后的 14 个月内，股价累计上涨了 175% 以上。“第一夫人”效应使 J. Crew 品牌家喻户晓，收入大幅提升。另外，朋友、同事、同学可能会谈论或推荐某种产品给你，口碑成为获取品牌信息的有效渠道。

三是媒体广告。如今是个信息爆炸的时代，“信息不对称”有了新的含义，即没有信息发布端的不对称，只有信息接受端的不对称。不管你是否重视，信息它就在那儿，“不喜不悲，不多不少”。公交车、地铁、电视、互联网，甚至微信，都是获取信息的渠道。

四是商场。由于城市生活节奏很快，现代人一般一两周去一次大卖场集中采购商品。大卖场是各种品牌商品云集的地方，只要稍微留意一下商场的促销活动和店员的推荐，或者多比较一下不同品牌产品的价格差异并多问一个为什么，就可以获得许多有价值的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 基本面投资标准3 锁定行业龙头



抓住“不三不四”的寡头企业

选股要选行业龙头，要做到“数一数二，不三不四”，即选择行业排名第一名、第二名的企业，第三名、第四名以后的企业就不必关注了。

在市场经济中，对于消费品和服务行业来说，从完全市场竞争状态逐步过渡到寡头垄断竞争状态是市场格局演化的必然趋势。比如，家电在中国是一个市场化很彻底的行业，根据国家信息中心数据显示，从 20 世纪 90 年代中后期起，国内有竞争力的彩电品牌有 50 多个，但目前只剩下约 10 个；空调品牌从 110 个减少到 10 余个；冰箱品牌从 75 个减少到 10 余个；洗衣机品牌从 80 个减少到约 7 个。目前中国家电行业已经基本处于寡头垄断竞争状态。

在寡头垄断市场上，个别寡头厂商的市场份额略有差别，却掌控了该行业大部分产品的供给，对产品价格及产量有举足轻重的影响力。比如国内市场上，无论白色家电还是黑色家电，占据大部分市场份额的都是几大主流国产品牌。以空调为例，格力、美的、海尔、TCL、科龙等几大品牌与有限的几个合资品牌占据了国内近 90% 以上的市场份额。

双寡头垄断属于寡头垄断中比较少见的类型，双寡头垄断仅次于独家垄断。自实行市场经济后，中国部分细分产品市场出现了一些比较典型的双寡头垄断的例子，如：乳业中的伊利与蒙牛，凉茶业中的王老吉与加多宝，肉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制品行业中的双汇与雨润，高档酒中的茅台与五粮液，葡萄酒市场中的张裕和长城，阿胶市场中的东阿阿胶和同仁堂阿胶，空调市场中的格力与美的，电子产品卖场中的苏宁与国美，通信业中的华为与中兴通讯，手表销售连锁业中的亨得利和亨吉利（隶属飞亚达）等。

一般来讲，经过充分市场竞争和优胜劣汰后，每个细分产品市场会只剩下2~5家寡头占据绝大多数市场份额，这个阶段会死掉一大批效率低下、没有规模效应的企业，排名第一的龙头公司则会占据整个市场份额的三成到四成。一旦一家企业具备了规模效应，就会像一个骑自行车下坡的人，相对于其他同行会越来越有动力，车速会越来越快。规模效应可以降低原料采购成本，分摊费用支出，使企业有能力雇到更优秀的员工。比如，100多年的宝洁和亨氏食品最先采用大规模生产技术，在规模效应下，很快发展成长为行业内翘楚。

行业龙头在成本、品质、品牌、渠道、客户黏度等方面的优势会越来越明显，在赢者通吃的游戏规则和马太效应下，细分行业整体利润逐步向排名靠前的寡头企业汇集，其他企业只能扮演“陪太子读书”的角色，勉强维持或仅赚取微薄保本利润。一旦形成寡头垄断竞争格局后，恶性价格竞争几乎不会再发生，竞争形式会向诸如品牌内涵、产品差异化、公司文化等更高层面转移。

国际市场也有一些寡头垄断的例子，如：飞机制造行业中的波音和空客，快餐业中的麦当劳和肯德基，饮料行业中的可口可乐与百事可乐，日化行业中的宝洁、联合利华和欧莱雅，工程机械行业中的美国卡特彼勒、日本小松和韩国斗山，运动装中的耐克和阿迪达斯，瑞士手表制造业中的斯沃琪（Swatch）集团和历峰集团（Richemont）等。

从中长周期来看，龙头企业的市场表现大大好于其他企业。据统计，如果把各行业龙头公司和排名第二的公司各做成一个投资组合，在几十年的时间里，龙头企业组成的投资组合的涨幅约是大盘的几十倍，而排名第二的企业组成的投资组合涨幅只是大盘的几倍，排名靠后的公司组成的投资组合基本上很难超过大盘表现。

据报道，英国有一个业绩不错的基金经理专门投资龙头企业，其投资组合将英国最好的企业一网打尽，股票组合中包括三五香烟、苏格兰威士忌、联合利华、希思罗机场、宝诚保险等一流公司，这个组合在25年内上涨了约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



50多倍。

需要说明的是，垄断企业不一定都可以带来垄断利润，关键要看产品属于什么行业。比如，中集集团集装箱产品早在1996年就已经达到世界市场占有率第一，目前在全球集装箱市场占有率约为55%，产销量居世界第一。但是由于2008年爆发的国际金融危机致使世界贸易受到沉重打击，公司自2008年10月起，干货集装箱生产线停产至少达半年；2009年集装箱业务实现销售收入仅约56亿元，同比大降八成，其中干货集装箱销售收入同比减少高达约94%。截至2013年6月底，股价已经从2007年的最高点跌落了约2/3。

再比如，振华重集装箱起重机在国内市场占有率为100%，在国际市场占有率则高达近80%。同样由于经济危机的影响，2012年度亏损高达10亿元以上，股价截至2013年6月底已经从最高点跌落近90%。

对于周期性工业品企业来说，即使是处于垄断地位的龙头企业也不能保证持续的高盈利。在经济发生重大波动时，工业品企业首当其冲，市场需求急剧大幅缩减，企业经营面的方向性逆转往往让人猝不及防。因此，采取龙头企业投资办法不适用于周期性工业品，只适用于消费品，尤其是快消品。

下面将国际和中国范围内不同细分产品市场寡头和主要强势品牌分布做一简单列举，国际范围内：

表3-1　综合食品类

序号	公司名称	品牌及产品
1	雀巢	太太乐、徐福记、银鹭
2	达能	多美滋、依云矿泉水、脉动饮料、益力水、碧悠酸奶、乐百氏
3	联合利华	立顿茶、和路雪冰淇林、四季宝
4	卡夫	奥利奥、乐之、菓珍、麦斯威尔、吉百利
5	玛氏	箭牌口香糖、德芙、士力架
6	亨氏	龙凤食品、味事达酱油、广合腐乳
7	通用磨坊	哈根达斯、贝蒂妙厨、湾仔码头、妙脆角

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3－2 日化企业类

序号	公司名称	品牌及产品
1	宝洁	飘柔、潘婷、海飞丝、沙宣、伊卡璐、舒肤佳、SK－II、玉兰油、海肌源、护舒宝、帮宝适、佳洁士、欧乐－B、汰渍、碧浪、品客薯片、吉列、锋速3、博朗、金霸王
2	联合利华	多芬、清扬、力士、夏士莲、旁氏、凌仕、中华牙膏、奥妙、金纺
3	欧莱雅	兰蔻、卡尼尔、美宝莲、植村秀、薇姿、理肤泉、阿玛尼香水、拉尔夫劳伦香水、羽西、小护士
4	强生	露得清、可伶可俐、娇爽、李施德林、大宝
5	雅诗兰黛	倩碧、Origins 悦木之源
6	科蒂集团	阿迪达斯化妆品 adidas、卡尔文·克莱恩 Calvin Klein、丁家宜
7	汉高	施华蔻、丝蕴、孩儿面
8	资生堂	丝蓓绮、水之印、水之密语
9	花王	诗芬、洁霸

表 3－3 非处方药医药企业

序号	公司名称	品牌及产品
1	强生	邦迪、达克宁、泰诺
2	辉瑞	万艾可、钙尔奇、惠菲宁
3	葛兰素史克	泰胃美、雷尼替丁、新康泰克、芬必得、史克肠虫清
4	施贵宝	日夜百服咛、金施尔康、美赞臣
5	先灵葆雅	开瑞坦、艾洛松
6	惠氏	善存
7	诺华	视康隐形眼镜

表 3－4 酒类企业

序号	公司名称	品牌及产品
1	帝亚吉欧	Johnnie Walker 尊尼获加威士忌、Baileys 百利甜酒、Smirnoff 伏特加、Captain Morgan 摩根船长朗姆酒、Guinness 黑啤、水井坊
2	保乐力加	Ballantine 百龄坛、Chivas Regal 芝华士、Havana Club 哈瓦那俱乐部、Martell 马爹利、Glenlivet 格兰威特
3	百富门	杰克丹尼、轩尼诗、人头马、路易十三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 3-5　奢侈品企业

序号	公司名称	品牌及产品
1	LV 路易·威登集团	酩悦香槟、轩尼诗、思琳 Celine、高田贤三 Kenzo、纪梵希、马克雅各布 Marc Jacobs、迪奥、宇舶表、真力时表、豪雅表
2	历峰集团	江诗丹顿表、积家表、卡地亚、万国表、登喜路 Dunhill、梵克雅宝、万宝龙
3	PPR 春天百货集团	Gucci、YSL

奶粉：多美滋、美赞臣、雅培、雀巢、惠氏、明治、美素；

啤酒：美国百威、德国贝克、荷兰喜力、丹麦嘉士伯、日本朝日、日本麒麟；

糖果：绿箭、吉百利（怡口莲、荷氏系列、维果 C 系列）、阿尔卑斯；

快餐连锁：麦当劳、百胜（肯德基、必胜客）、汉堡王、赛百味；

饮品：可口可乐、百事可乐、红牛、依云矿泉水、巴黎水；

牙膏牙刷：高露洁、佳洁士、黑人（高露洁旗下）；

手机：苹果、三星、HTC；

笔记本电脑：惠普、联想、戴尔、苹果、宏碁；

信用卡服务：运通、维萨、万事达；

连锁咖啡店：星巴克、COSTA 咖啡、真锅；

运动服饰：耐克、阿迪达斯；

大众服饰：西班牙 ZARA、瑞典 H&M、美国 GAP、日本优衣库、美国威富（Lee）。

中国消费品行业主要企业及品牌：

表 3-6　综合食品企业

序号	公司名称	品牌及产品
1	光明食品	光明乳业、大白兔奶糖、冠生园、梅林罐头、正广和、石库门黄酒、和酒、爱森肉、天喔、玉棠白砂糖、全兴大曲、英国维他麦；上海茶叶公司汪裕泰、上茶牌茶叶、黄山汪满田；商业店包括第一食品、光明、捷强、伍缘、好德、可的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

序号	公司名称	品牌及产品
2	中粮集团	长城葡萄酒、黄中皇黄酒、福临门食用油及大米、蒙牛乳业、五谷道场、金帝巧克力、中茶茶叶、悦活饮料、美滋滋干果、家佳康肉制品、香雪面粉、大悦城商场
3	华润集团	雪花啤酒、五丰肉、怡宝饮用水、华润三九、东阿阿胶、华润万家超市
4	康师傅	方便面系列、茶饮系列、饮用水系列、味全乳业及贝纳颂咖啡、德克士快餐、全家便利店
5	旺旺	儿童食品及乳品饮品、老翁凉茶
6	统一	方便面系列、统一绿茶、冰红茶、雅哈咖啡、鲜橙多、大陆区7－11便利店
7	今麦郎日清	华丰面、矿物质水、茶饮料、冰糖雪梨、果汁、酸梅汤
8	上好佳	膨化食品、天然薯片、糖果、龙虾片、花生食品、威化饼干、大湖果汁

肉制品：双汇、雨润、金锣、春都、得利斯；

乳业：伊利、蒙牛、娃哈哈、光明、三元、皇氏乳业；

奶粉：伊利、贝因美、合生元、雅士利、飞鹤、圣元、完达山；

凉茶：王老吉、加多宝、和其正、老翁（旺旺）；

饮品：娃哈哈、农夫山泉（农夫果园、尖叫、东方树叶）、汇源果汁、上好佳大湖果汁、承德露露（杏仁露、核桃露）、六个核桃、椰岛椰汁、天喔茶庄、三得利、悦活饮料、卡依之、景田百岁山、西藏5100；

休闲食品：洽洽、好想你枣业、达利园（好吃点、可比克、和其正）、徐福记、上好佳、雅克、金丝猴、盼盼、来一份、百味林、阿明、天喔；

食用油：嘉里集团（金龙鱼、胡姬花）、福临门、鲁花、多力、长寿花、海狮、九三（非转基因豆油）；

调味调料：涪陵榨菜、海天酱油、李锦记酱油、加加酱油、淘大酱油、厨邦酱油、味事达酱油、恒顺醋业、莲花味精、梅花味精、菱花味精、佛手味精；

保健品：东阿阿胶、汤臣倍健、哈药集团（三精口服液、盖中钙、葡萄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



糖酸锌）、脑白金、瑞年国际（口服氨基酸、顺牌凉茶）、养生堂（龟鳖丸、成长快乐、成人维生素）、江中药业（初元、神灵草）、紫光古汉（古汉养生精）、健康元（太太口服液、静心口服液、鹰牌花旗参）、交大昂立、盘龙云海、青春宝、21 金维他；

快餐连锁：真功夫、德克士、味千拉面、百胜（小肥羊、东方既白）、永和豆浆；

日化产品：上海家化（佰草集、六神、美加净、高夫、双妹）、片仔癀药妆、相宜本草、青蛙王子、自然堂、丸美（MARUBI）、高姿、丁家宜、大宝、郁美净、隆力奇、百雀羚；

洗化产品：纳爱斯（雕牌、超能、100 年润发）、立白（蓝天六必治）、奇强、上海家化（六神）、霸王洗发液、云南白药养元青洗发液、索芙特、广州浪奇、白猫、蓝月亮、正章、威猛先生、开米；

牙膏：中华牙膏、云南白药牙膏、舒适达牙膏（产自中新药业合资企业中美史克）、两面针、纳爱斯、田七牙膏、冷酸灵；

妇女护理用品：恒安国际、维达国际、广东景兴（ABC 个人护理品牌）、中顺洁柔；

时装服饰：美特斯邦威（ME&CITY）、森马（巴拉巴拉）、波司登、海澜之家、雅戈尔、凡客、劲霸、柒牌、七匹狼、利郎、九牧王；

运动服饰品牌：李宁、安踏、匹克、361°、特步、乔丹、双星、回力。



生活中的“20 个”原则

不妨做个试验，随机找一个人，要他一口气背出从小到大读过的书的书名，估计大部分人背不出 20 个以上的书名。类似的例子还有：每个人日常生活中经常来往的人，包括亲戚、同事、同学、朋友等在内总计也很难超过 20 个。

同样，消费者常用的品牌也在 20 个左右。男人关注的品牌类别主要分布在香烟、白酒、红酒、黄酒、啤酒、车、电脑、饮料（包括饮用水、凉茶、果汁、咖啡、可乐）、手表、服装、鞋子等领域；女人关注的品牌主要分布于化妆品、皮包、服装、鞋子、洗化用品（洗发液、沐浴露、洗衣粉）、香水、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乳制品、饮料、生活用纸等领域。如此算来，20 个品牌分布在 10 几个产品类别中，每个产品类别也不过分配 1 ~2 个品牌——所以生活中我们总是只抽一个牌子的香烟，喝一种牌子的啤酒和凉茶，用一种牌子的洗发液，刷一种牌子的牙膏，用一种牌子的电脑。男人“一年一次，海澜之家”完成服饰采购，女人买个人护理品总是去屈臣氏。

消费者的购物行为中含有很大感性因素，说不清喜欢一个品牌的理由，也说不清不喜欢一个品牌的理由。一旦用上一个品牌，在习惯的势力下，会一直用这个品牌。消费者没有时间，没有精力，没有兴趣，更没有耐心去研究其他产品品牌的好坏，在重复购买行为中会形成固有品牌消费定式。

因此，在快消品行业中，创立一个新的品牌很难，从原有品牌的市场份额里分取一杯羹也很难，快消品市场的竞争格局一般比较难打破。同时，行业集中度有深化趋势，前三大品牌可能占据了大多数市场份额，组成市场第一阵营，排名越靠前的品牌越有规模效应，产品性价比相对较高，对价格有相当大的影响力，也越容易赚钱。

人们记得住奥运会冠军的名字，却总也记不清亚军的名字。行业龙头品牌更容易获得消费者青睐，相对更有投资价值。快消品行业中的规则是“老大吃肉，老二喝汤，老三干瞪眼”，投资龙头企业的胜算概率更大一些。



当心超级寡头

市场经济的法则是两极分化，赢者通吃。有的行业龙头公司的市场份额会超过 50%，而且市场份额的扩大有自我强化趋势。但是，俗话说，“日中则昃，月盈则食”，“月满则亏，水满则溢”，盛极而衰是自然界的普遍规律。对于占据绝对市场份额的超级龙头公司，要多观望，重点关注其创新基因和革新能力。如果决定投资的话，初始仓位也不能太高，防止在其鼎盛期时被套牢。

几乎每一台电脑都装有微软公司的视窗软件，没有用户愿意更换使用另外一种软件来给自己和别人带来不便，由于用户的转换成本太大，世界范围内找不出另外一家企业的软件产品可以与之抗衡，视窗产品市场份额接近 100%。视窗产品是微软的主要收入来源，由于每年新增电脑数量有限，视窗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



产品收入增长遭遇天花板，因此微软公司成长性大打折扣。

由于固守于传统产品吃老本，微软公司创新性略显不足，终究被苹果公司超越。现在微软公司虽然盈利绝对数额很大，但是由于缺乏成长性，受到市场冷落，资本市场估值较以往大幅降低，市值已经被苹果公司远远甩在了后面，难现昔日辉煌。

微软的最佳投资期其实是在软件市场的战国时期。当视窗产品市场份额不断扩大时恰恰是介入微软股票的最佳时期，等一切都明朗化了，视窗产品再无对手时，投资机会反而丧失了。

对于超级龙头公司来说，超高市场份额是否会成为成长性掣肘，是否有后续投资价值要看其能否充分借助现有资源和优势，并勇于和善于开发新产品来焕发“二次青春”。

摩托罗拉公司在20世纪30年代专注于收音机的生产，10年间业务收入增长了近10倍。这时美国家庭收音机普及率已经达到90%以上，接近饱和。对于企业管理层来说，如果固守老产品继续吃老本，也可以有不错的待遇和福利，但是摩托罗拉毅然成立了新的通信部门，凭借在收音机上积累的单向无线通信技术，研发出双向无线通信技术，进而开发出对讲机、寻呼机乃至手机等一系列新产品，从而成就了下半个世纪的辉煌。

类似的企业还有100多年历史的杜邦。“二战”前杜邦主要生产炸药，战后杜邦并没有守株待兔等待下一次战争的来临，而是利用原来的技术积累积极开拓民用化工产品，并最终发展成为世界化工巨头。杜邦在每个时代都推出不同的理念，20世纪50年代提出“杜邦时时刻刻想的是您”，到了绿色时代的20世纪七八十年代提出“杜邦的颜色永远是绿的”，到了90年代提出了“科技杜邦，与您一起”。体现出很强的市场适应能力和革新能力。

目前，在中国也有一些公司面临类似问题。第一个是腾讯。腾讯在港交所上市后，10年涨幅达100倍。腾讯在即时通信市场一统江山，动感的头像及人性化的签名设计折射出其在经营理念方面领先于MSN。其实，QQ聊天即时软件本身并不复杂，基本上任何一家大的软件公司都可以设计出来，但是腾讯的客户群体有自我复制的倍增效应，当你的朋友们都在用QQ联系时，你肯定不会用其他聊天工具，而且用了后还要向新的朋友推荐。

当然，QQ是免费软件，本身并不赚钱，但是QQ提供了一个大的平台，在海量用户的基础上，腾讯公司通过开发游戏、空间日志等高毛利率产品实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现盈利。由于用户基数非常大，腾讯软件产品的开发成本可以被摊销得到忽略不计的地步，因此毛利率非常高。

微信是腾讯公司借助 QQ 平台开发的创新产品，虽然微信有一定的语音传递滞后性，但是微信使三大电信运营商从以往的依靠短信收费转变为依靠流量收费，大大节约了用户通信费用，对于当今社会大批精通省小钱，却敢于花大钱的年轻人来说是天大的福音。

微信是腾讯手里面可以与三大电信运营商相抗衡的筹码，三大电信运营商在体制内斗来斗去，最后发现真正的敌人原来是那个小小的“企鹅”。从这个意义上来说，微信具有巨大的变革意义。但是，微信寿命有多长，能否成为大家普遍接受的主要沟通方式，还需要一定时间来观察。

乔布斯曾经说过，电子产品的最终目的是为了加强人与人之间的沟通和交流。这句话说得非常好，人类最纯粹、最有效率的交流形式应该是“face to face”“mouth to mouth”“ear to ear”式的交流。如果一种科技虽然可以节约成本，但是却影响了交流效率和交流效果，那么可能只是在有限范围内使用，仅仅是一种补充。

如今，智能手机遍布天下，出现了家庭吃饭、朋友派对、恋人见面不说话，只顾闷头看手机的荒唐场面。等这股热乎劲过去后，大家会逐步发现原有传统手机的好处，不用整日被刷微博、晒微信、玩游戏搞得眼花头晕，简直成了智能手机的“屏奴”。若干年前的网络聊天室和 MSN 等不都是很火吗？后来随着岁月的洗礼，不照样成了昨日黄花？

第二个是中国移动。中国三大电信运营商中，中国移动 2013 年 3 月 20 日公布的最新运营数据显示，截至 2013 年 2 月，中国移动累计总用户达到 7.2 亿户，3G 总用户数已突破 1.04 亿户。中国联通公布的 2013 年 2 月份运营数据显示，中国联通用户累计达 2.46 亿户，其中，3G 用户累计用户达 8348 万户。粗略估计，中国移动整体市场份额约在 50% 以上，市场份额远超中国联通和中国电信。几年前，中国移动市场份额还更大，那时据说上海市场中，中国联通的营业收入总额仅相当于中国移动的利润总额。

从市值来看，截至 2013 年 6 月底，港交所中国移动市值约为 1.3 万亿元，中国电信约为 2500 亿元，中国联通市值约为 2000 亿元。中国移动市值在 2007 年底最高曾达约 2.4 万亿元，随着中国移动的市场份额不断被中国联通和中国电信蚕食，中国移动的市值也在不断缩小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其实，中国移动竞争优势非常明显。中国移动在基站网络密度和广度方面远远超过中国联通和中国电信，而且中移动推出移动用户之间拨打手机免费活动，大大限制了中国联通和中国电信的扩张步伐。但是，不管搞什么促销活动，中国移动本质上还是躺在原来积累的庞大用户群上吃老本，而且为了留住用户，还要不断降低资费。同时，主营业务收入单一，没有可以提升营业收入的创新产品，缺乏成长性，投资价值越来越小。

第三个是苏宁电器。苏宁电器是家电流通行业的超级航空母舰，总市值在 2010 年第三季度曾高达 1200 多亿元，但截至 2013 年 7 月初只有约 380 亿元，市值蒸发了约 70%。过去几年，苏宁电器打败了国美和永乐，但是没想到真正的敌人却是电子商务。

10 年前，中国家庭在家用电器方面的支出在家庭总支出中的占比很高。10 年后的今天，由于制造业生产效率的大幅提升，成本的降低带来价格的降低，虽然家电用户数量没有减少，但是逆水行舟不进则退，家电业体量在国民经济中的占比逐步缩小，行业空间实质上在缩小，这意味着家电流通业的利润空间也在不断缩小。虽然苏宁利用渠道优势“店大欺客”，强行挤占生产商的利润空间，但是也难以挽回流通业的颓势。只有成功实现二次转型，苏宁才有可能东山再起。不过由于具备实体店和电商双重规模优势，“虚实”结合，苏宁电器将长期在流通行业占据一定市场份额，抗风险能力较从事单一业务的流通或电商企业更强一些。

第四个是阿里巴巴。阿里巴巴是电商企业中的龙头企业，市场份额很高。中国电子商务研究中心发布的《2012（上）中国 B2B 电子商务市场数据监测报告》显示，截至 2012 年 6 月，中国 B2B 电子商务市场交易规模达 2.95 万亿元，同比增长 13%。B2B 电子商务服务企业达 10950 家，同比增长 7%。统计在内的八大服务商市场份额共为 67.1%，阿里巴巴排名位居首位，市场份额为 41.5%。

目前来看，中国网购销售额在全社会零售总额中占比仍然非常小，大约只有 5% 左右。网购作为一种新的业态，还有一定的发展空间，但是不能期待更大的突破了，因为到目前为止，可以坚持网购的人毕竟已经挖掘得差不多了，大部分国人不会成为热衷于网购的网民。阿里巴巴可能已经到了成长期的后期阶段，不过，阿里巴巴创新地介入金融领域，将引发中国金融业的“鲶鱼效应”。只要阿里巴巴不断将“新业务”继续下去，在市场中将会在一段相当长的时间里享受估值溢价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 基本面投资标准4 独有性和稀缺性



选股要吃“独”食

影响企业兴衰成败的因素有内因，也有外因，外因往往通过内因发挥作用。企业经营风险的外因可以归结为以下两大类。

第一类是产品过时的风险。由于时代的进步和科技的发展，某类产品逐步被市场淘汰，或者被更好的产品所替代。如果这个细分行业不行了，哪怕企业是该行业中的翘楚，也逃脱不了消亡的命运。

比如火柴，虽然在烛光晚餐等特定场合还有一些用途，但整体市场需求已基本消亡，火柴被打火机替代，火柴厂只能被迫关门。还有胶卷，由于数码技术的冲击和数码相机的普及，除有限专业用途外，胶卷失去了绝大多数市场，因此柯达的破产在所难免。

第二类是市场竞争带来的风险。绝大多数企业消亡的原因都归因于市场竞争。比如100多年前，美国汽车生产厂商有几十甚至几百家，经过残酷的市场竞争后，迄今只剩下通用、克莱斯勒、福特三家生产商。再如，20世纪80年代末期到90年代，中国家电企业风起云涌，涌现了许多家电品牌，经过市场的优胜劣汰，目前只剩下格力、海尔、美的、TCL、海信等几家寡头企业。还有手机制造企业，10多年前科健、康佳、波导、TCL等手机品牌广告大战不亦乐乎，波导手机还曾经做过央视标王，但是在与国外品牌手机的竞争过程中，这些国产品牌手机逐步被市场遗忘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



选股要选常青树企业。首先，产品技术不存在过时的风险；其次，竞争对手要尽可能少，最理想的状态是没有竞争对手——即生产独一无二的产品，吃“独”食的企业。

比如说，中药国家保密配方赋予企业享有吃“独”食的权利。目前，我国绝密级中药制剂有云南白药、雷允上六神丸、片仔癀、华佗再造丸、安宫牛黄丸五种。另外，速效救心丸、麝香保心丸、张裕三鞭酒配方等保密级别也较高。

还有一些企业的产品虽然还未列入国家保密配方，但是其他企业却生产不出来，这类企业也属于吃“独”食的企业。如独有的对牙釉质产生修复功能和抗敏感功能的舒适达牙膏，治疗不孕不育的独家专利产品麒麟丸等。



稀缺性不能脱离供求规律

除独有技术和配方以外，稀缺性资源也可以保证产品核心竞争力。说到稀缺性资源，不能不提及茅台酒，茅台酒是资源稀缺性的典型例子。

从生产工艺来看，茅台酿造工艺独特，是世界蒸馏酒中最复杂、最独特的工艺。茅台严格按照一年一个季节性生产周期生产，茅台酿造过程与赤水河水情变化相符，一般经历端午采曲、重阳投料、九次蒸煮、八次加曲、八次堆积发酵、八次入池发酵、七次取酒等过程，具有高温制曲、高温堆积、高温馏酒，长期储存的特点。

从勾兑工艺来看，勾兑师采用酒勾酒的方式，将不同轮次、不同香型、不同酒度、不同酒龄的 100 多种基酒样品精心组合配伍，以保证独一无二的酱香品质。

从酒龄贮藏来看，酒的生产从投料到出酒须经五六年时间。根据茅台生产工艺要求，同一批原料生产需要一年，烤出新酒放三年才能进行勾兑，勾兑后再保存一年，因此茅台酒平均酒龄至少在 5 年以上。漫长的生产周期使其增产缓慢，从而保证了茅台酒的稀缺性。

从地理来看，茅台镇的镇区面积还不到 5 平方公里，由于整个城镇又是依山而建，平坦的土地本就不多，而茅台酒厂已占据了城镇面积的 3/5。只有在茅台镇特有的微生物环境里才可以酿出纯正的茅台酒，离开茅台镇，仅仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几十公里之外，同样复制的工艺、原料和设备酿出来的酒和纯正的茅台酒还是有差别，所以只能命名为习酒。

从酿造原料来看，一般而言，一斤普通白酒需要消耗两斤粮食。而一斤茅台酒则需要消耗五斤粮食，同时，茅台酒的主要原料必须是仁怀本地出产的高粱。

当然，好的产品并不是为了稀缺而稀缺，为了概念而概念，而是看其是否具有优良的品质和独特的效用。据称茅台酒喝多了并不觉得很难受，睡一觉第二天也不头疼，而其他酒很难做到这一点。“稀缺性”因素是茅台酒高品质的保证，也成就了茅台成为中国最具有奢侈品特性的产品。

另一个例子是东阿阿胶。如同离开茅台镇的酒不能叫茅台酒一样，离开了东阿县谈阿胶就成了无本之木。其中的一个重要因素是东阿县的水。东阿县依黄河，地处泰山山脉与太行山脉之间，独特的地理位置决定了其地下水是由“两山一河”及大气降水经过层层渗透与过滤汇集而成。这种水富含游离态矿物质，稳定性好，加热后不结垢。东阿阿胶的炼制取当地之水，通过国家保密的传统工艺，分离杂质，能将驴皮中的有效成分和功能因子提取炼制出来，并达到最佳配比，组方浑然天成。服用后，水中的大量矿物质可助药性快速散发，保证了东阿阿胶具有更强的效力。

事实上，东阿水的作用不仅限于炼胶。按照中国科学院地理科学与资源研究所提供的分析结果，长期饮用东阿水，可调节新陈代谢，排除酸性废物，对心血管系统、泌尿生殖系统及骨骼健康有利，可起到预防疾病的作用。

东阿镇被国家命名为“中国阿胶之乡”，并与茅台镇、景德镇一道成为受国家原产地保护的中国三大传统特产名镇。

某些地域，因其特殊的地理位置和气候环境，出产某种特殊的产品，如法国波尔多地区的葡萄酒、牙买加的蓝山咖啡、古巴的雪茄、墨西哥的龙舌兰酒、阿尔卑斯山的依云矿泉水、南非的钻石、缅甸的翡翠、哥伦比亚的绿宝石、海南的黄花梨、新疆的和田玉、鉴湖水酿成的绍兴黄酒、长白山的人参、西湖的龙井茶、宜兴的紫砂壶等，这都属于稀缺性资源产品。

随着经济的持续发展，社会整体消费需求会增加，消费层次会升级，但这并不意味着做各种商品都会赚钱，不过可以肯定的是稀缺品的市场需求会加速扩张，投资稀缺品股票的市场空间会更广阔，回报更为理想。

对于普通商品而言，产能很容易扩张，恶性竞争难以避免，使大家都赚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不到钱；但是，对于稀缺品而言，由于产量的限制，价格会越来越高，稀缺属性体现得更为明显，从而拉高产品售价，提升盈利空间，这也是稀缺品的的典型盈利模式。比如奢侈品稀缺性属性较为明显，随着几十年来全球经济大幅增长，市场购买力也随之增加，奢侈品的市场需求和行业盈利远远跑赢了其他普通行业。

中医中药为中国独有，是中华国粹。中药某些成分，如天然牛黄、天然麝香越来越少，越来越稀缺。目前天然麝香每公斤要 20 万～30 万元，天然牛黄每公斤也要约 10 万元，过去几十年间其价格涨幅远远超越了其他商品及 CPI 的涨幅。而以某种稀缺的中药成分组成的国家保密配方，如片仔癀，更为产品的涨价提供了保险。

在重视产品稀缺性的同时，还要关注产品背后的供求状况。比如说稀土，“中东有石油，中国有稀土”，中国稀土储量居世界首位，国际稀土贸易大部分来自中国。对于世界来说，来自中国的稀土是稀缺资源，但是中国稀土行业却几乎是全行业亏损。究其原因，中国稀土企业为了短期利益，对稀土资源进行掠夺式开发，工业化批量开采使得产品供给大增，供求失衡，各企业竞相降低出厂价格，稀土价格长期在低位徘徊，使大家都很难赚钱。

宏观经济学也好，微观经济学也好，说难很难，说容易也很容易，其最核心的问题是供求规律。很多投资者选股只关注需求因素，而忽略了供给因素，没有从供给和需求两个方面综合分析，导致投资失误。

比如，有些投资者曾买过航空股，买入理由是认为随着经济发展，坐飞机的人肯定会越来越多，需求会越来越旺盛，并没有考虑供给端航空公司的运力增加以及公司折旧、同业竞争、燃油成本、高铁冲击、安全隐患等因素，因而投资回报不理想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

基本面投资标准5　掌握定价权



价格最大化是做企业的最高境界

定价权并不等同于提价权，定价权的核心是可以自主而不是被动地调整价格，产品价格可高可低，以配合企业经营战略的推进，并谋求企业长远利益。一般来讲，高品质产品涨价的幅度要高于普通产品，可带来超额利润。下面举几个例子来说明。

先说茅台酒。1987 年，在当时价格管制的背景下，53°飞天茅台酒的零售价是 8 元/瓶，茅台酒有价无市，市面上几乎看不到茅台酒有售，有限的产量几乎全部用于特供；1988 年价格改革后，经物价部门批准，飞天茅台定价为 140 元/瓶；从 2002 年开始，茅台酒价格开始全面上涨，当年出厂价 200 元出头，零售价约 300 元；2003 年 10 月茅台出厂价提高 23%，至 268 元；2005 年底，茅台酒市场价为 350 元；2006 年 2 月 10 日出厂价提高 15%，至 308 元；2007 年 3 月 1 日出厂价提高 16%，至 358 元；2008 年市场价突破 700 元；2009 年 12 月市场价突破 790 元；2010 年 12 月市场价约为 1300 元；2011 年底创历史新高，零售价有的地区超过 2000 元；2012 年 9 月 1 日上调出厂价格，平均上调幅度 20% ~30%，出厂价约 800 元。截至 2013 年 7 月初，市场价有一定回落，售价为 1000 ~ 1600 元不等。

2002—2012 年，飞天茅台出厂价从约 200 元上涨至约 800 元，市场价从 300 元上涨至约 1500 元，市场价的涨幅大于出厂价涨幅。经销商享受的价差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从每瓶约100元上升为约700元，考虑到近10年销量不断扩大，因此，经销商群体是茅台最大的受益者。同时，这也说明在茅台酒这个巨大的产业链上，茅台公司在分配渠道商利润方面有很大的腾挪空间，主动权掌握在茅台公司手中，而不是在经销商手中。

2002—2012年十年间，茅台酒产量从约1万吨增加到3万多吨，增长了3倍多；茅台酒销量由10年前的不到5000吨增长到约1.5万吨（该年销量对应于5年前产量）；销售收入从2002年的18.3亿元增长到2012年的约265亿元左右，增长约15倍；净利润从2002年的3.8亿元增长到2012年的133亿元，增长了35倍。各项经济指标的飞速增长对应于同期股价上涨了几十倍。

再来看看东阿阿胶。2006年，东阿阿胶出厂价约为100元/斤，市场价约为180元/斤；2009年4月和2009年9月分别上调了出厂价；2010年分四次上调阿胶块价格至约300元/斤；2011年初，再提价60%，出厂价至477元/斤，市场价涨到750元/斤。2012年1月5日阿胶块出厂价上调10%至530元/斤，2012年底市场价约为800元/斤。

6年间，东阿阿胶出厂价由100元/斤上涨至530元/斤，上涨约5.3倍；市场价由约180元/斤上涨至约800元/斤，上涨约4.4倍；经销商价差由110元/斤上涨至270元/斤，上涨约2.5倍。

比较一下茅台酒与东阿阿胶历史涨幅：1980年茅台酒8元/斤，阿胶7.6元/斤；现在茅台1500元/斤，阿胶800元/斤，30多年间茅台上涨了约200倍，东阿阿胶上涨了约100倍，东阿阿胶涨幅落后于茅台。

据说，清朝时每斤阿胶交税银一两七钱，以白银购买力换算现在阿胶的价格应该在约几千元一斤。从这点来看，东阿阿胶价格还有一定的补涨潜力。

最后看看片仔癀。80年代片仔癀每粒约10元，2005年片仔癀出厂单价每粒约为125元，2005—2010年出厂价提价6次，2011—2012年提价3次，2012年年底出厂价每粒约为320元，7年间出厂价上涨约2.6倍。

2013年年初片仔癀零售价约480元每粒，约160元的中间价差供渠道商享有，渠道的价差基本占零售价的30%左右。伴随着产品价格的不断上涨，7年间片仔癀股价上涨了约10倍。

中国自古药食同源，片仔癀不仅是药品，还可用于养生保健。从2011年的市场调查数据来看，购买片仔癀的人群中用于治病的约占六成，用在养生保健的约占三成，其余的作为礼品馈赠。片仔癀所具备的健康保健功能进一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步提升了其产品价值，扩展了盈利空间。

简言之，中华文化国粹产品主要分布在酒和中药中。从整体上来看，这些年中药品种涨幅落后于酒类，相信随着居民健康意识的提高和“治未病”的理念进一步普及，这一分化趋势有望被修复。

相比东阿阿胶和片仔癀，同仁堂产品多年基本没有提价。同仁堂只是在2005 年、2006 年对自定价品种提过价；2012 年对安宫牛黄丸提价 70%，这是该产品十年来第一次提价；2012 年对同仁堂阿胶提过价。

比较而言，东阿阿胶和片仔癀采取的是控制产量，以品牌影响力提升利润率的战略；而同仁堂则与云南白药类似，其利润率相对较低，靠加快生产周期和资产周转率来提升利润水平。

东阿阿胶和片仔癀的营销手法有人称为饥饿营销法，即在较难提高销量的前提下，通过控货的手法，使市场间歇性处于不饱和缺货状态，然后进一步提高售价，以此提升业绩。在社会舆论方面，提价容易招致指责。

不过，有人形容税收好似在鹅身上拔毛，一方面要多拔一些，另一方面又尽量不让鹅叫。做企业做产品的最高境界是以最大的价格把产品销售出去，还要让消费者觉得物有所值，肯心甘情愿买单。做企业要在不涨价的前提下出业绩，是非常困难的，世界 500 强企业中能靠低价取胜的恐怕只有沃尔玛这样的大型零售企业了。

此外，医药保健产品是一种特殊的商品。奢侈品消费主要用来满足心理需求，一分钱一分感觉；医药保健产品满足的是生理健康需求，一分钱一分疗效。医药保健产品药材越地道，药效越好，因此仅从产品功效角度来看，高档医药保健产品性价比高于中低档医药保健产品性价比。奢侈品正相反，高档奢侈品性价比一般低于普通商品。比方说女孩子用的皮包，高档皮包和中档皮包的价格相差 10 倍，但是性能和质量却不会相差那么多。



量价齐升

盈利等于单位产品边际盈利贡献乘以销量，如果涨价后销量下滑幅度很大，盈利有可能会下降，因此，产品价格上涨并不一定会提升企业盈利。判断定价权的关键是看涨价后的销量变化，涨价后销量不下滑的企业才算是掌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



握了定价权。量价齐升是比较理想的状态。

经济学中有一个基本概念是弹性的概念，即由于一个变量的变化会引起另一个变量的变化，两者变化幅度的比率就是弹性。比如说某一产品的需求价格弹性等于2，就是指产品价格每变化1个百分点，市场需求可以变化2个百分点。

一般来讲，价格上涨，大部分商品需求量会下降，但是也有一部分商品需求量变化不大，甚至不降反升，据此可以将消费品分为以下三类。

第一类是价格上涨，需求量下降较大的商品，一般是非必需消费品。对于非必需消费品来说，需求价格弹性比较大。道理也很简单，比如说本来想换一辆新车，但是车价上涨了，于是暂时不换了，市场需求量就下来了。

第二类是价格上涨，需求基本不变的商品，一般是必需消费品，以日常快消品为主。日常生活用品绝对价格不高，日常消耗速度快，需求对价格的变化不敏感，一般情况下，消费者不会因为价格的变化减少或增加日常消耗量。

第三类是价格上涨，需求可能会上升的商品，一般是稀缺的奢侈品。有一种比较特殊和少见的例外现象是“吉芬”商品现象：一个叫吉芬的爱尔兰农民在1845年爱尔兰灾荒期间发现马铃薯价格的上升带来的是需求的上涨，马铃薯是生活必需品中的低档品，在收入下降的情况下，人们不得不增加对马铃薯的消费。“吉芬”商品现象是市场中的特例和少见的现象，一般发生在战乱或政局、政策大幅波动时期。中国在20世纪80年代末期的发生的抢肥皂、抢卫生纸、抢大白菜、抢大米等抢购潮与此类似。

奢侈品属于炫耀性消费品，大多数消费者是出于炫耀性的目的购买奢侈品，获得心理上的满足。奢侈品不以成本的多少来定价，价格越高，越能体现消费者的金钱财力和社会地位，以及相关的荣耀、名誉和声望，因此毛利率往往很高。奢侈品的特性是“人人向往，少数拥有”，如果每个人都可以拥有这样的商品，每个人都可以获得这种心理满足感，那么这种满足感也不值钱了。从历史价格涨幅来看，奢侈品大于普通商品，并且表现为量价齐升。

市场经济中，有什么样的需求就有什么样的产品，奢侈品也是如此。有的女孩子没钱买LV皮包，于是就透支信用卡，并以年化30%以上的利息分期还款。这看起来很荒唐，其实，仔细想一下，消费行为本身无所谓对错，和道德批判无关，消费的价值体现在“消费者效用”满足上，效用满足是种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理感受，只有消费者自己最清楚，外人无从知晓。就像一群人吃一桌菜，哪个菜好吃只有每个人的舌头知道。消费者偏好不同，消费行为因此不同，正如老鼠是猫的美味，香蕉是猴子的至爱，猫和猴子的偏好不同，食物也不同。

市场经济下，企业应该最大化满足合法的市场需求。和其他企业一样，奢侈品企业满足了特定群体消费者需求，创造了工作机会，提供了税收，调节了社会资源分配，奢侈品企业也在创造社会财富。

但是，奢侈品却不值得提倡。相对来讲，奢侈品是性价比最不划算的商品，尤其是顶尖奢侈品更是如此。比如说，法拉利相比宝马，或者宝马相比大众，价格悬殊，但是它们在性能上能像价格那样相差那么大吗？当然，人非草木，大家都吃五谷杂粮，都要“面子”。孔子落魄的时候，出门不是也要配马车吗？而像“一箪食，一瓢饮，居陋巷，人不堪其忧”，“不改其乐”的颜回那样的人毕竟还是少之又少，不然怎么能得到孔子的青睐呢？

其实，目前中国消费者尚处于奢侈品享受的“初级阶段”，对奢侈品的认识还不成熟。在欧洲和美国，人们已富裕了好几十年，奔驰、宝马等豪华汽车品牌已成为明日黄花，LV、劳力士、阿玛尼、卡地亚等都被视为过时，绝大多数高收入者将非物质享受视为奢侈的象征，例如长时间的休假、旅游探险、艺术品创作等。相比较而言，中国奢侈品消费者的理念有待引导和更新。

奢侈品虽然属于消费品，但却部分具有周期股特征。经济繁荣期，人们收入不断增加，奢侈品需求旺盛，股价上涨幅度也大；经济低迷期，奢侈品需求一落千丈，股价回落幅度也很大。奢侈品中的珠宝、名表周期性特征明显。

不过，奢侈品股的周期性要弱于工业品周期股，从长周期来看，奢侈品股的市场表现要好于工业品周期股。2012 年，世界著名奢侈品品牌普拉达（Prada）的股价变现特别抢眼。普拉达股票在港交所上市，2012 年大中华区销售额增长 35%，受益于新兴市场的零售扩张及强劲需求，全球净利润同比增长 45%。2012 年该股涨幅达 113%，而恒生指数同期仅上涨 23%。

据统计，在资本回报上，奢侈品行业长期跑赢大盘。从 2001 年 1 月至 2012 年 12 月，欧洲、美国奢侈品行业的累计超额收益分别达到 349%、705%。从 2005 年 9 月至 2012 年 12 月，港股奢侈品公司的平均累计超额收益约为 343%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国消费者对国际奢侈品公司的贡献功不可没。据统计，虽然2012年中国内地奢侈品市场增速从2011年的30%放缓至7%左右，是自2006年以来增速最低的一年，但从消费的绝对数量来看，中国人已成为全球第一的奢侈品消费群体。2012年中国消费者购买了全球约25%的奢侈品，消费总额约达3060亿元，其中60%的花销是在国外实现的。包括香港、澳门在内的大中华地区已超过日本，仅次于美国，成为全球第二大奢侈品市场。

适当的高消费无可厚非，不过奢侈品行业在整个国民经济中的比重并不高。世界第一奢侈品公司LV集团总市值约600多亿美元，爱马仕约200亿美元，远不及大众快消品公司宝洁、联合利华等千亿美元以上的市值，甚至与牙膏企业高露洁500多亿美元的市值差不多。因此，相比较而言，快消品行业的投资机会多于奢侈品行业。

顺便说说奢侈品中的高端酒。像其他奢侈品一样，酒的定价取决于品牌。其实，没有品牌的酒，不过是水和食用酒精的混合物；有品牌的酒，其实也是水和食用酒精的混合物。高端酒和中低端酒在产品性能和口味方面差别不大，除了专业的品酒师，普通人基本上尝不出几千元的酒和几百元的酒、几百元的酒和几十元的酒的差别。

况且，酒和中药一样，过犹不及——适量饮用可以强身健体，怡情养性，过分了反而适得其反，有害身体健康。笔者爱酒，包括啤酒、红酒、米酒、黄酒、白酒等，但是深感中国人的酒场里蕴藏了太多带有封建习气的面子文化，饮酒者应讲“酒品”，中国的“酒风”需要改进。

从健康养生和资源节约的角度来看，高端酒消费不值得提倡，但是这不并意味着高端酒没有投资价值。高端酒也好、中低端酒也好，要具体情况具体分析。整体上来说，相对于其他品种，酒类上市公司是比较好的投资标的。



高端稀缺品：抗通胀绝佳品种

据统计，改革开放以来通胀率年均约为6.25%。以复利计算，改革开放后的1978—2012年共34年间，通胀倍数率约为8倍。

这期间两次大通胀分别发生在1988—1989年和1993—1995年。1984—1988年，财政体制改革使地方投资热情空前高涨，固定资产投资年均增长约26%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，工资改革使居民收入增加，消费需求旺盛，而供给非常短缺。1988 年 8 月，物价改革的消息引发抢购风潮，1988 年、1989 年两年的 CPI 增幅均超过了 18%。

1993—1995 年的大通胀主要是由于经济过热造成。当时投资性需求再次快速增长，政府大幅上调能源、交通等基础产业的价格，导致 CPI 增幅由 1992 年的 6.4% 飙升至次年的 14.7%，1994 年增幅达到 24.1% 的历史最高点。

改革开放以来各种商品的上涨幅度各有多少呢？下面以几种典型的商品来举例说明。

面粉：30 年前约 0.2 元/斤，2012 年约 1.5 元/斤，上涨约 8 倍；

鸡蛋：30 年前一块钱可以买 10 个，现在只能买 1.5 个，上涨约 7 倍；

猪肉：30 年前 1 斤 1～1.5 元，现在 1 斤 8～15 元，价格上涨约 10 倍；

全聚德烤鸭：80 年代约 30 元/斤，2012 年约 300 元/斤，上涨了约 10 倍；

中华烟：1988 年全国 13 种名烟放开价格上市供应，中华烟上市后从 40 元/条涨到 72 元/条；2012 年约 600 元/条，上涨约 10 倍。

黄金：1980 年每盎司约 800 美元，2013 年中期约为 1300 多美元，涨了不到 1 倍；

白银：1980 年每盎司约 50 美元，2013 年中期约为 20 美元，不仅没有上涨，还下跌了；

53°飞天茅台酒：1980 年约 8 元/瓶，2013 年中期约为 1350 元/瓶，涨了约 170 倍；

东阿阿胶：1980 年约 7.6 元/斤，2013 年中期约为 900 元/斤，涨了约 120 倍；

片仔癀：80 年代 10 元/粒，现在 400 多元/粒，涨了 40 多倍；

冬虫夏草 1980 年便宜的 1 克只有几分钱，贵的也就几毛钱，现在却要几百多元，涨幅达成千上万倍；

新疆和田玉 30 年来涨幅也有 1000 倍左右。

有人粗略统计过，80 年代：100 元＝71 斤猪肉、476 斤大米、50 斤花生油、455 斤蔬菜、400 斤西瓜、1000 张电影票。2010 年：100 元＝50 斤面粉、7 斤猪肉、40 斤大米、近 10 斤花生油、25 斤国光苹果。

通过数据统计可以发现，多年来，钢材、水泥、玻璃等初级原料工业品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中，以及猪肉、小麦、大米、鸡蛋、奶等普通食品，涨价幅度与总体通胀水平基本接近。许多大额消费品，如以彩电为代表的家电类产品、以电脑为代表的电子产品，还有汽车以及通信费用等，绝对价格甚至还有一定下跌。

只有少数高端稀缺品，如名烟、名酒、名贵中药保健品、高端化妆品等快消品，涨价幅度要比普通商品高出几倍甚至十几倍，大大领先于总体通胀水平，是抗通胀的绝佳品种。



我吃我的鱼头，你吃你的鱼身

关于高端消费品的定价策略，下面以苹果公司和三星公司为例做一对比和阐述。

先来看全球手机销量排名。2012 年全球手机销量约 17 亿部，三星手机销量约为 4 亿部，相比 2011 年增加了约 23%，在全球手机市场的占有率约为 24%，成为全球手机销量王；诺基亚销量约为 3.4 亿部，环比减少 19.5%，其市场占有率约为 20%，屈居第二；苹果公司的销量约为 1.4 亿部，销量环比上升 8 个百分点，但市场占有率仅约为 8%，排在第三。

再来看全球智能手机销量排名。2012 年全球智能手机销量约 5.5 亿部，市场机构 IDC 发布的 2012 年智能手机份额排名榜五强分别是：三星、苹果、华为、中兴、联想。具体市场份额来看，三星以 29% 遥遥领先，苹果约为 22%，但三家中国厂商的份额无一超过 10%，其中华为 2012 年手机发货量约为 5200 万部，其中智能手机发货量约为 3200 万部。

苹果智能手机毛利率约为 50%，利润率估计约为 40% 以上；RIM 黑莓手机利润率约为 30%；三星智能手机利润率只有约 17%。粗略估计，以出厂价计，苹果每卖一部手机可以赚取约 190 美元利润，三星约赚取 48 美元，苹果每卖出一部手机的盈利相当于三星卖出四部手机的盈利。

2012 财年苹果营收约为 1565 亿美元，增长约 44.4%；综合毛利率约为 43.9%；净利润约为 417 亿美元，增长约 61.0%；净利润率约为 26.7%；其中，智能手机盈利约为 230 亿美元。

2012 财年三星营收约为 1878 亿美元，增长约 21.9%；综合毛利率约为 37.0%，净利润约为 223 亿美元，增长约 73.3%；净利润率约为 11.9%。其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，智能手机盈利约为 77 亿美元。

通过比较可以看出，2012 年苹果公司营收不及三星，但是净利润约是三星的 2 倍；截至 2013 年 7 月中旬，苹果市值约为 4000 亿美元，三星约为 1700 亿美元，苹果市值约是三星市值的 2.35 倍。

苹果手机销量少于三星，但是利润却高于三星，原因在于两者不同的产品定位和价格策略——苹果定位于高档消费品，是电子产品中的奢侈品，不追求销量第一，单品利润贡献大，利润率很高，享受了品牌溢价带来的超额收益；三星定位于中高档消费品，产品销售数量远超苹果，主要靠销量来提升利润。

假如苹果放弃高端定位，为夺得销量第一宝座，把价格降下来，以便挤走三星，那么结果会怎样呢？——全球能够买得起三星和苹果智能手机的消费者是有限的，哪怕苹果降价后可以把三星的市场份额全部抢过来，总共只有约 3 亿部的出货量，合计盈利仅约为 150 亿美元，还不及苹果 2012 财年智能手机 230 亿美元的盈利。

况且，如果苹果降价，三星也会跟着降价，苹果市场份额不见得一定会扩大，伤人一千自损八百。因此，苹果根本不需改变产品定位，更不必追求出货量老大地位。大家我吃我的鱼头，你吃你的鱼身，相安无事最好。

据统计，2012 年三星和苹果的盈利已经超过了整个行业盈利的总额，表明其他的企业利润合并后是负的。其他企业中诺基亚、索尼爱立信、LG 等或许还可以吃吃鱼尾，剩下的企业则什么都吃不到，只能以亏损收场。例如，TCL2012 年智能手机出货约 650 万台，亏损约 1.7 亿元。

对于高档品或奢侈品企业来说，产品品质和品牌内涵是首要问题，销量是其次问题，有时甚至为了维持价格而采取限产限销的手段。比如，2012 年底茅台和五粮液试图通过控制渠道商价格来维护产品形象，以继续维持产品高毛利率和利润率，以至于遭到发改委的警告和罚款，也是这个道理。

2012 年中国人均 GDP 已经超过 6000 美元，在国民收入倍增计划下，中国人均收入有望加速递增。中高端快消品将是最大受益者，会比其他快消品获得更多的发展机会。中高端快消品一般分布于酒和医药保健品当中，随着时间的延长，这些产品本身不仅不会变质，性能和口感还会更胜一筹，具有保值增值的收藏价值。一般情况下，此类上市公司估值在大多数时间内高于其他品种，而当遭遇突发黑天鹅事件时，往往是战略建仓的良机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





“拼价格”拼的是成本

商业企业不同于生产企业，低价格是商业企业的最有效，也是最常用的竞争手段，商业实体店是这样，电子商务企业也是这样。

沃尔玛是很好的案例。沃尔玛充分利用现代信息科技成果，使运营成本大幅下降，抵消了因商品价格下降导致的单位产品边际盈利贡献的减少，并从竞争对手手中抢占了更多市场份额，促使盈利大幅增长。

在信息技术、物流配送和供应链方面，沃尔玛创新地采取一系列措施降低成本。1983 年，由于美国电话通信公司满足不了沃尔玛的通信需求，于是沃尔玛投入数亿美元，大胆买入卫星通信系统用于自用，从而实现了全球联网。联网后，通过与供应商进行电子数据交换共享信息，有效引导了供应商的生产和销售计划，沃尔玛得以以低价快速采购到所需的商品，大大降低了库存成本。

同时，先进的卫星通信网络使总部、各分店和配送中心等各环节都能形成在线作业，短短几个小时便能完成“填妥订单—各分店订单汇总—送出订单”等流程，加速了存货周转，大大提高了营业效率和资金利用率，又进一步降低了配送成本。另外，沃尔玛通过电子数据交换技术、快速反应技术、高速扫描仪等信息技术以及自动化分销中心、数据仓库等信息系统，确保了供应商、配送中心、各分店等部门的高效协调运行。

沃尔玛配送中心分别服务于美国 18 个州共约 2500 家商场，整个公司销售商品的 85% 由这些配送中心供应，而其竞争对手只有约 50% ~65% 的商品集中配送。此外，沃尔玛完整的物流系统不仅包括配送中心，还有更为复杂的物料输入采购系统、自动补货系统等。

还有，在渠道管理方面，早在 20 世纪 80 年代，沃尔玛就采取一项政策，沃尔玛绕开中间商，从交易中排除销售代理，直接向制造商订货，将采购价降低了 2% ~6%，该比例相当于销售代理的佣金数额。

最后，沃尔玛对营销成本的控制也非常严格。沃尔玛的广告开支仅相当于美国第二大连锁店西尔斯的 1/3，而每平方英尺销售额比美国第三大连锁店凯马特高一倍。沃尔玛的营销成本仅占销售额的 1.5%，商品损耗率仅为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.1%，而一般美国零售商店这两项指标的平均值分别高达5%和2%，这使得沃尔玛更有底气实施低价策略。

由此看来，沃尔玛的低价策略是以经营成本的大幅降低为前提的。成本降不下来，一味拼价格，这样做无异于自绝其路。企业的竞争说到底是效率的比拼，而效率是一个比率的概念，即投入产出比。因此，降低成本是提高投入产出效率的有效途径，成本控制是企业经营的最基本课题，也是永久课题。无疑，在世界范围内，沃尔玛在这方面做得最好，这也是沃尔玛可以成为世界500强翘楚的主要原因。

当今中国商业市场价格竞争异常激烈。例如，家电流通业苏宁和国美这些年将主要精力放在打价格战上，但是在成本控制方面的创新不多，使中间利润受到挤压。截至2013年7月初，苏宁市值从最高时约1200亿元下降到约380亿元，国美市值从最高时的约550亿元下降到约100亿元。

电商市场也是如此，天猫、京东、易购、易迅、库巴、当当、凡客等电商企业价格战打得如火如荼。其实，价格战的背后是成本战，只有能有效控制和降低成本的企业才是最后的胜者。寄希望于剩者为王，一味为扩大市场占有率或消灭对手而打价格战其实是慢性自杀。电商企业或许最后只能存活三五家，但可以为投资者带来理想回报的或许只有一两家。目前阶段，在中国投资电商是一项风险很大的“风险投资”。

就商业企业投资机会而言，虽然沃尔玛、Tesco销售额高达几万亿元，在一定时期也曾让投资者获利丰厚，但是“一将功成万骨朽”，一个沃尔玛成功了，不知多少商业企业倒下了，这样的个股千载难逢。沃尔玛20多年前是tenbagger股，近十年虽然盈利增加了，但由于缺乏成长性，估值大幅下降导致10年间股价基本没涨。因此，总而言之，包括电商在内的商业企业在目前阶段并不是投资的理想标的。



大宗商品价格认识误区

有些投资者喜欢投资矿业股，在他们看来，随着经济的发展，对矿业的需求会持续增加。由于矿产品的生成需要亿万年的时间，矿产资源会越用越少，资源稀缺性会越来越明显，因此投资矿业股稳赚不赔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上述观点有一定的片面性。事实上，除了自己的生命之外，这个世界没有真正稀缺的东西。原因很简单，人类有足够的智慧总是可以找到产品替代品。

比如说由于电力行业和通信行业的迅猛发展，铜曾经被认为将长期供不应求，但是科技的发展总是快于资源的减少，不仅得益于开采技术上升使开采量增加，而且出现了替代品——光纤。从实际情况来看，对铜的需求不但没有增加，却反而有减少的趋势。

20 世纪 70 年代开始，LME 铜价曾 4 次涨到过 3000 美元以上。但是直到 2006 年 5 月，铜价才涨到 8000 美元，而 2008 年 10 月铜价跌到 4000 美元，2008 年 12 月又跌到 2800 美元，40 年间铜价基本没涨，曾经一度被认为是稀缺品的铜，其价格走势却大大落后于普通商品涨幅。

有人认为黄金可以保值增值。其实，黄金本质上是一种金属货币，货币相比货币谈不上上涨的概念。黄金作为通用价值衡量尺度，除了用于首饰及微量工业用途外，几乎没有其他实际用途。人类费那么多周折把黄金从地下开采出来，又把大部分黄金锁在银行地下金库睡大觉（很多国家央行的黄金实物储备放在美国央行指定的地下室保管），没有利息，不能吃不能喝，不能生崽，定期还得支付约 2% 的保管费，若现货交易还要支付运输费、安保费。如此看来，为了确定一种相对放心的货币“锚”，人类付出了太大的代价。当然，这样做也是迫不得已，迄今为止人类还没有找出更好的替代物。

既然是一种货币“锚”，黄金价格上涨的速度则必然等于货币币值上涨的速度。圣经旧约称，公元前 600 年一盎司黄金能买 350 块面包；而 21 世纪的现在，一盎司黄金还是只能买到 350 块面包。2000 多年过去了，黄金的购买力没有变。

30 年前黄金每盎司约为 800 美元，30 年后的 2013 年 7 月份价格约为 1300 美元，从近 30 年期间来看也没有跑赢平均物价涨幅。

铜是这样，黄金是这样，稀土也将会是这样。目前，在全球范围内，稀土还比较稀缺，但是在或远或近的将来，科技将会使稀土不再稀缺。看一下实际价格，80 年代中期至今，稀土价格也只不过上涨了 2 ~ 3 倍，并没有赶上物价的涨幅。

替代产品的出现是科技发展的必然结果。例如，传统胶片被数码相机替代了，按键屏的诺基亚被触摸屏的苹果替代了，微软被谷歌替代了……在未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来的某一天，苹果、谷歌们也会被另外的“鸭梨”和“米歌”们替代。从这个角度来说，投资要找寻的应当是无法被替代的产品。



交易价格背后：到底是买的精，还是卖的精？

俗话说，“买的没有卖的精”——对于商家来说，千做万做，亏本的买卖不做，卖方最清楚货物的成本，如果不赚钱的话自然不会做这个生意。单纯从商品进销差价来看，上述说法没错；但是从产品效用满足这个角度来看，却是“卖的没有买的精”。

消费者购买商品是为了满足自我需求，需求对应于产品效用，产品没有效用就没有价值。由于消费者需求有个体差异性，因此同一商品对不同个体消费者有不同的效用，甚至不产生效用，比如梳子对和尚没有使用效用。在此情况下，不同的消费者对同一种商品心理出价是不相同的。

比如说，假设一瓶水售价 2 元，对于一个刚喝完水的人来说，降价到 1 元/瓶也不会买。而对于一个口渴的人，哪怕 3 元/瓶也肯买，因为口渴的人觉得为止渴而付出 3 元的代价是值得的。从这个意义上来讲，口渴的人“节约”了 1 元钱，即“消费者剩余”等于 1 元——消费者在消费时愿意支付的最高价格与实际支付的价格之差是消费者剩余。

卖水的人不知道口渴的人的支付意愿，不会把水定价到 3 元/瓶。所以从这个角度来看，“卖的没有买的精”。消费者只要肯掏钱购买商品，那么就或多或少享有消费者剩余。当然，靠欺骗和虚假营销实现销售的伪劣商品除外，当消费者发现上当后，以后绝不会再买同样的商品。

消费者剩余并不是实际收入的增加，只是一种心理感觉的表现。因此，掌握定价权的关键是要关注和洞悉消费者的心理需求，最大化满足消费者需求才可以找到实现利润最大化的办法。

“卖的没有买的精”可以帮助我们更好地理解商品定价的本质。在传统的定价策略中，成本加成定价法、毛利率定价法、投资回报率倒推定价法是常用的定价方法，其实这些定价方法存在一定的认识误区。

成本加成定价法简单地说就是商品的售价要覆盖其成本，并将企业成本再进一步分为固定成本和变动成本来进行分析，进而在全部成本的基础上加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上一定的利润溢价。一般这个利润溢价主要参考行业平均利润率水平，不会超过很多，否则有商品滞销的风险，也不会低很多，否则会流失一些应得的利润。可见，这种定价方法完全是以生产方的“我”为中心的计划经济模式下的定价方法。产品价格要视企业成本的多少来决定，实际上是强迫消费者要为企业成本买单；须知，消费者购物时根本不会关心企业赚不赚钱，没有一个消费者购物的目的是帮助企业完成盈利目标。这种僵化的定价思维模式其实是计划经济下“以产定销”的翻版。

毛利率定价法比成本加成定价法有所进步。毛利率定价法首先根据商品的性能和品质给予其一个相符的毛利率水平，再以这个毛利率水平结合企业的三项费用率（营业费用、管理费用和财务费用）换算出商品的售价。毛利率水平依产品类别有所不同，一般来讲，高端消费品如奢侈品、化妆品等毛利率水平较高，中低端消费品毛利率水平较低。毛利率定价法其实还是没有脱离以生产方的“我”为中心的思维窠臼——“我”认为“我”的产品是好产品，应该享受某一高毛利率，所以“你”消费者就要多掏腰包来买“我”的产品，来补偿“我”为提高产品品质而投入的大量资金。

投资回报率倒推定价法更为荒唐。在很多可行性研究报告中，一个投产项目要在事先算出项目投资回报率以“满足”投资方资金回报要求。如果投资方要求资金回报率高一些，就会相应把产品售价定得高一些。如此一来，可行性研究报告看起来很“漂亮”，投资资金也可以很快到账，产权所有人和受托管理人“皆大欢喜”，很有些“上有所好，下必甚焉”的味道。

其实，产品定价的依据不是成本，不是毛利率，也不是项目投资回报率，而应是产品的效用以及消费者对效用的认可程度。产品效用不是一个常量，而是一个变量。在产品出厂时，产品效用并没有被锁定，在到达消费者手里之前，不同的营销理念、不同的销售渠道以及不同的客户接受群体都会使产品体现不同的效用。话句话说，产品价格从来就不是“定”出来的，而是在销售过程中自然实现的。将产品价格最大化是企业的经营之道，是做企业的最高境界。

一般来讲，品牌产品售价会高于一般商品，不同内涵品牌商品之间价格也不相同。比如说，五粮液和剑南春都是川酒，终端市场价格相差一倍以上，难道其品质也会有那么大的差别吗？哈根达斯冰激凌和伊利雪糕价格相差几十倍，难道其口感和营养价值也会相差那么多吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就连已经标准化的黄金产品，由于品牌的不同，市场定价也不相同。比如不论是金条还是金饰品，周大福和六福的金价都要比国内的品牌如老凤祥、老庙黄金和金亚金店高出约3%～5%。

五粮液也好，哈根达斯也好，其价格取决于带给消费者的“产品效用”，而“产品效用”取决于消费者的“心理感觉”。同样是酒精，五粮液带给消费者美酒的感觉；同样是牛奶、乳化剂、增稠剂的冰冻混合物，哈根达斯带给消费者恋爱般的甜蜜感觉。

就拿奢侈品来说，在经济学意义上，奢侈品是价格/品质比值和无形价值/有形价值比值最高的产品类别。奢侈品可以卖出超高的价格，在于其销售策略更多专注于消费者的“感觉”体验。

奢侈品一般不常在传统媒体做广告，即使做的话也会选择定位较高、主要面向高收入群体的的专业媒体进行，比如高端时装的照片经常刊登在*Vogue*、*ELLE*等国际时尚与生活类杂志上。奢侈品更多的是靠口碑相传，因此奢侈品公司主要通过公关手段，比如酒会、时尚派对、文化活动赞助等方式实现营销扩展。

例如，法国奢侈品PPR集团董事长作为皮诺家族的成员，2013年4月代表皮诺家族宣布，将向中方无偿捐赠流失海外的圆明园青铜鼠首和兔首，这是借助慈善来提升公司形象的做法。

很多人对消费者“感觉”存在很大误区。就“色声香味触法”而言，很多人以为“感觉”主要来自口味、嗅觉、触觉、视觉、听觉等生理体验。其实，以“意”为主的心理体验比以“眼耳鼻舌身”为主的生理体验更重要，层次更高，心理体验才是决定消费者愿意掏多少真金白银的决定因素。

心理体验来源于文化理念。因此，奢侈品以历史文化为着力点，重视赋予其产品以特有的文化内涵。比如奢侈品惯于借助皇室贵族、著名政治家、文学家等大师级人物作为营销卖点，装点美化自己。

另外，无论在制造或销售环节，奢侈品非常重视细节，对细节的苛求几乎到了疯狂的地步。坦率地说，其实用价值意义不大，但是却可以成为奢侈品营销的卖点，以此来加深消费者所谓“货真价实”“品质卓越”的心理体验。

简言之，奢侈品有两大特征。一是“象征的消费”，即消费者不仅消费商品本身，而且消费其所象征的某种社会文化意义，包括消费时的心情、氛围、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



气派和情调等，带有炫耀性消费象征意义。二是"消费的象征"，即借助消费来表达和传递某种含义，包括消费者的身份、地位、个性、品位、情趣等，消费过程本身也是社会表现和社会交流的过程。

消费者的心理感觉是一个很奇怪，又很难把握的东西，往往是非理性的。比如，人们总觉得"洋货"比"国货"好，进口食品比国产食品安全，进口奶粉比国产奶粉好，价格高的商品其品质一定高于价格低的商品。于是乎，2008 年中国奶业领域爆发三聚氰胺事件后，消费者觉得高价可能更放心，像合生元奶粉这样被冠以"法国"概念的高价奶粉反而大卖特卖。2009 年合生元营业收入约 5.6 亿元，2012 年陡增到约 33.8 亿元，3 年增长了约 5 倍。毛利率高达约 66%，利润率高达约 22%，盈利水平堪比奢侈品。



万科与恒大定价模式比较

万科和恒大是中国地产界的两大标杆企业，一个在 A 股上市，一个在香港上市，通过分析两家企业的经营数据可以更好地理解地产行业盈利模式。

2012 年，万科实现销售面积 1296 万平方米，实现销售金额 1412 亿元，结算均价约 1.09 万元/平方米。同期实现营业收入 1031 亿元，营收在该行业位居第一，实现净利润 126 亿元人民币，净利润率约 12.2%。同期新增土地储备平均楼面价 2790 元/平方米。截至 2012 年年底，土地储备合计 3947 万平方米，能够满足未来 2～3 年开发需要。

2012 年，恒大全年销售金额 923 亿元，全年销售面积 1548 万平方米，销售面积位居全国第一。剔除 1500 元/平方米的精装修均价，恒大销售均价不足 5000 元/平方米。同期实现营业收入 653 亿元，净利润 92 亿元，净利润率约 14.1%。截至 2012 年年底，公司土地储备达 1.4 亿平方米，土地储备平均成本约 600 元/平方米以上。

2013 年年初，恒大在建面积 3898 万平方米，位居全国第一，可售面积为 980 万平方米，计划 2013 年可售面积增至 3500 万平方米左右。

经换算，2012 年万科每卖出 1 平方米房，收入为 1.09 万元，其中土地成本约 2800 元，约净赚 1330 元；恒大每卖出 1 平方米房，收入约 5000 元，其中土地价格约 600 多元，约净赚 705 元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每卖1平方米房子，恒大比万科少赚625元；但是2012年恒大比万科销量多出252万平方米，所以净利润只比万科少了34亿元。

从定价策略来看，万科倾向于“溢价定价”——万科楼盘价格相对于周边的楼盘稍高10%~20%，作为中国房地产界的第一品牌，万科享受品牌溢价；恒大倾向于“折价定价”——恒大楼盘价格一般比周边楼盘稍低10%~20%，“开盘必特价，特价必升值”一直是恒大销售口号。恒大拿地成本低，成本控制好，开发周期短，存货周转快，以量取胜，用低价策略创下了高利润。

从分红回报来看，万科上市以来总融资金额约为150亿元，累计分红约55亿元，分红金额占募资金额的37%；恒大地产上市以来累计融资约37亿港元，累计分红约60多亿港元，分红金额占募资金额的162%。

从每平方米土地储备对应市值来看，截至2012年年底万科总市值约1100亿元，每平方米土地储备折合市值2787元；恒大总市值约550亿元，每平方米土地储备折合市值约是393元。

换句话说，投资者每购买2787元的万科股票就相当于获得了一平方米土地；而仅购买393元的恒大股票也同样相当于获得一平方米土地。截至2013年7月中旬，恒大市盈率约4倍，万科约10倍。从这个角度来看，恒大股票被市场低估了。

总体上来看，在分红方面，万科给投资者的回报不如恒大；但是在股价回报方面，恒大不如万科，万科上市20年来股价上涨了约30倍，恒大在香港上市3年后股价基本没动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

基本面投资标准6　专一的产品和简单的业务



在专长领域里做到极致化

众所周知，社会化分工是人类社会起源的经济基础。人类第一次社会大分工是畜牧业从农业中分离出来，第二次社会大分工是手工业和农业之间的分离，第三次社会大分工是原始社会晚期商人阶层的产生。人类社会之所以出现社会分工，是因为专业化可以大大提高劳动效率，可以更快地创造财富。在专业化分工下，各参与方在自己所擅长的领域具有生产上的比较优势，充分发挥各参与方的比较优势，那么就一定会大大提高社会整体生产效率。

在经济学意义上，比较优势原理在国际分工和国际贸易方面有很好的阐述：一国在两种商品生产上较之另一国均处于绝对劣势，但如果处于劣势的国家在两种商品生产上劣势的程度不同，同时，处于优势的国家在两种商品生产上优势的程度不同，则处于劣势的国家在劣势较轻的商品生产方面具有比较优势，处于优势的国家则在优势较大的商品生产方面具有比较优势。两个国家各自生产和出口其具有比较优势的一种商品，进口其处于比较劣势的另外一种商品，则两国都能从贸易中得到利益。也就是说，两国按比较优势参与国际贸易，通过采取“两利取重，两害取轻”的生产方式，两国都可以提升各自福利水平。

其实，从目前世界生产分工体系特点来看，美国人擅长技术创新，德国人擅长精密制造，意大利人擅长奢侈品，法国人擅长化妆品，瑞士人擅长手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表，中国人擅长酿酒和中医药产品，每个国家都拥有自己具有比较优势的产业，任何一个国家想取代另外一个国家具有比较优势的产品都是非常困难的。

生产要素禀赋理论对此给出了更为具体的解释：不同的商品需要不同的生产要素比例，而不同国家拥有的生产要素相对来说是不一样的，各国应生产那些能密集地利用其较充裕的生产要素的商品，以换取那些需要密集地使用其稀缺的生产要素的进口商品。生产要素禀赋理论较长时期以来一直是国际贸易理论的主流学说。

中国田忌赛马的故事也可以说明这个道理：田忌一方的上、中、下三批马，每个层次都劣于齐王的马。但是，田忌用完全没有优势的下马对齐王有完全优势的上马，再用拥有相对比较优势上、中马对付齐王的中、下马，结果取胜。

落脚到微观经济和个体企业层面，比较优势原理提醒企业只有把自己的优势和资源用在自己最擅长的领域，才有可能在本行业脱颖而出，以更佳的产品性能和更集约的成本来取得市场份额，获得消费者认可。

生活的经验也告诉我们，一个猎人同时抓不住两只兔子，一个人一辈子能把一件事情做好就已经很不错了，企业家乔布斯一生只专注于苹果产品这件事。同样，做企业也是如此，企业的使命就是专注于自己擅长的产品并将其做到极致化。



多元化难享估值溢价

随着科技的发展和技术的深化，任何一家企业只能掌握有限的核心资源，想在多元化战略下每个领域都做得很出色几乎是不可能的。

据统计，世界500强企业中，单项主导产品收入在总收入中占比95%以上的有约140家，占500强总数的28%；主导产品收入在总收入中占比在70%～95%之间的约有194家，占约40%；而无关联多元化的企业极少，况且像通用电气、日本三菱等屈指可数几家多元化企业，其实是很松散的结合体，各个产业板块基本上是独立运作的。从跨国企业发展史来看，没有强势主打产品，就无法构建强势品牌；只有立足于主业、开发核心产品，才可以取得强势市场地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一般来讲，中国国企，特别是央企往往重视“做大”而忽视“做强”，为达到一定的量级，涉足多个关联度不大的产业。能否将各产业有效整合，释放协同效应，是摆在这样的企业面前的一大难题。

多元化表面看起来很美，似乎多涉足几个行业、多做几个产品就可以像“狡兔三窟”一样抵抗系统性风险，东方不亮西方亮，并平滑企业集团间业绩。但是事实上多元化的结果往往是在每个板块上都难以形成核心竞争优势，顾此失彼，整体业绩反而差强人意。而且很有可能由于某一个板块的失败拖累整个企业，使整个企业大伤元气，资金链断裂，以至于倒闭清算。初衷是分散风险，结果却是扩大了风险。

在一个行业做到精益求精远比在多个行业做二流企业要好得多。路易·威登专注于皮包产品，力求生产世上最好的皮包，其皮包产品享受高达约75%的毛利率。而中国有大量皮包代工生产企业，其产品毛利率只有约10%。由此可见，专一才可以做到极致，极致才可以享受超额利润。

当然，专一并不意味着只做一种产品。采取相关产品多角化战略，共享优势资源，发展产品线系列，同样是企业扩张发展的有效途径。这方面做得比较成功的500强企业有杜邦、强生等，如杜邦生产范围包括炸药、染料、色素、重化工产品、塑料、杀虫剂、制冷剂、摄影胶片、合成橡胶、磁带、合成弹性丝、照相器材、防冻剂等；强生生产范围包括绷带、急救带、弹性纤维、婴儿看护用品、卫生纸、牙刷、非处方药品、处方药品、黏合剂、纺织品、外科手术器械、仪器医疗设备等。

A股市场有一些不错的公司，某项产品在细分市场占据了绝对份额，有一定的定价权和垄断性，但是由于涉足两元化或者多元化，而且各产品关联性不大，资源难以共享，看起来非驴非马，市场给出的估值也很低，即使业绩不错，也难以带动股价的上涨。

比如说华侨城，华侨城一度被看成是中国的迪士尼，在2005年到2007年的大牛市中，华侨城股价上涨约10倍，但是至2013年中期股价已从最高处跌落约2/3，股价大起大落，原因何在？为什么华侨城没能像快消品股票那样穿越牛熊市，迭创新高呢？

华侨城属于文化旅游类龙头上市公司，有很强的题材性。华侨城主要有两块业务，一块是主题公园运营业务，包括锦绣中华、世界之窗、欢乐谷、东部华侨城等主题公园；另一块是旅游地产及高档地产业务。2011年，华侨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

城旅游收入约60多亿元，地产收入约100多亿元。实际上，2011年地产业务贡献了全部利润的约80%，华侨城很大程度上是一个高举文化旅游概念的地产公司。

华侨城建主题公园时拿地成本很低。拿地之后，公司进行整体规划和设计，在公园周边搞房地产开发，涵盖住宅商业写字楼、酒店、学校、医院、创意产业园、艺术中心、体育中心、高尔夫球俱乐部等业态。主题公园的建成运营带动了周边商业、餐饮等的发展，大幅提升了周边房地产价格，使得华侨城地产业务毛利率达约60%，较一般地产企业高出很多。

但是高端地产开发周期长，占用资金多，公园周边的地产业务毕竟只是公司整体地产业务的一部分。另外主题公园的旅游收入虽然比较稳定，但回收期较长。在这种情况下，碰到经济形势一片大好的时候，地产业务可以带动股价大幅上升；经济形势不好的时候，地产业务反而容易拖累股价大幅下跌。

2012年，华侨城总收入约220亿元，地产业务和旅游收入约各占一半。相比2011年，旅游收入比重提升很多。但是由于其两元化的业务属性，资本市场给予的估值较低。对于多元化的上市公司，资本市场总是比较苛刻，一般选取估值比较低的业务作为总体业务的估值参考。虽然华侨城的旅游收入占了全部业务收入的约50%，但是资本市场只给出了参考地产类公司后的约10倍市盈率的估值水平。2012年华侨城净利润约40亿元，因此截至2013年中期总市值只有约400亿。

反观旅游类公司，其估值一般维持在20~30倍市盈率水平。文化类公司估值水平更高，市盈率可以达到30~40倍左右。换句话说，如果华侨城把地产业务剥离，哪怕利润只剩下50%，由于估值水平上升，股价仍然可以维持不变，市值仍然可以达到400亿元——市场估值就是如此奇怪！如此算来，一个收入100亿元的地产业务板块在资本市场的价值为零！

资本市场的估值“怪象”还有：益民集团、徐家汇等上市公司总资产中，据称持有的商业房产市场价值已经超过了其股票总市值；但是资本市场并不买账，股价长期在低位徘徊；合肥百货和友谊股份2013年第1季度末账面货币资金余额分别为约37亿元和135亿元，但是截至2013年7月中旬总市值分别只有约42亿元和121亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





简单的业务，好算的财务

好的公司一般赚钱的办法很简单，能赚多少钱很容易算得清楚，即业务简单，财务也好算账。假如企业总经理一分钟之内讲不清楚企业是如何赚钱的，这样的企业就不是理想的投资对象。

举例说明，茅台的盈利模式就很简单，能赚多少钱也很容易估算出来，一点也不复杂，小学学过的加减乘除就可以搞定。茅台只负责酒的生产，生产好了自然有渠道商来工厂提货，出厂价 2013 年初是 819 元/瓶。至于说包括批发商、经销商以及终端销售商在内的渠道商以什么价格实现销售，与茅台公司无关，不影响茅台公司的利润。

茅台公司不用像一些酒企那样费尽心思向经销商压货，也不必为批价扣点率伤神。市面上有茅台酒假货，正反映了产品的供求状况，印证了茅台酒的稀缺性。从目前情况来看，有多少茅台酒从茅台酒厂生产出来，就会被市场消化掉多少。对于茅台公司来说，不存在产成品积压的问题。

因此，剔除基酒储存因素，假设产量可以全部实现销售，只要把茅台的产量乘以出厂价，销售收入就可以估算出来。

2012 年 12 月初，在塑化剂风波事件发布会上，茅台董事长称茅台总体库存基酒约 14 万吨（基酒约 10 万多吨，系列酒约 3 万多吨，预计 2013 年底总数可达约 16 万吨），按照出厂价折合库存价值约为 2000 亿元，由于茅台贮酒期为 5 年，所以今后 5 年每年收入约为 400 亿元。如果按照每年 4%（相当于 CPI 涨幅）的价格上涨幅度来估算，今后 5 年每年收入约为 450 亿元。

再来看看成本。茅台毛利率约 90%，哪怕高粱等原料成本和人力成本上涨，由于相比出厂价权重很小，总体上是可控的。三项费用中，经营费用主要是广告费用，是可控的；由于现金充沛，企业基本无负债，财务费用忽略不计；管理费用主要是管理人员人头费，也是可控的。

因此，今后 5 年内，茅台继续维持 90% 左右的毛利率和 50% 左右的净利润率是大概率事件。如果出厂价不变，每年利润约为 200 亿元；如果价格按照 CPI 涨幅上涨，每年利润约为 225 亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

茅台历史市盈率一直在15倍~50倍之间波动，基本与大盘的市盈率相当，取历史最低值15倍来保守估算，今后5年内总市值约维持在3000亿元以上。

按照计划，到2015年茅台基酒产量可以达到约45000吨。由于茅台5年前的产量就是今天的可销量，所以2020年后的可销量和销售收入也可以粗略匡算，但由于时间太长，存在一定不确定性。

与茅台类似的还有一些医药企业，由于稀缺性或保密配方的缘故，产品生产出多少市场就可以消化多少。在产量和出厂价可以基本把握的情况下，企业未来盈利基本可以确定。

有些公司，业务复杂，盈利模式也复杂，除了专业会计师，其他人很难算出企业到底能赚多少钱。比如苏宁，既有实体店，又大举投资电商业务，将宝押在高风险的电商业务上，存在巨大的不确定性。况且，实体店与网购本身就存在冲突，网购本来是作为传统实体店颠覆者的形象横空出世的，在同一个组织体中，能否成功将二者融合，目前在世界范围内也没有先例。当然，最好的结果是苏宁可以通过两种渠道同时留住两种不同的消费者群体，一种是几乎从不上网购物的消费者，另一种是忠实的网购消费者。在这种"双轨制"下，苏宁要做到两种业务井水不犯河水，平行协调发展，这既是挑战也是机遇。

周大福曾被评为世界级奢侈品品牌，作为中国第一黄金珠宝销售商，周大福享受品牌溢价，同类价格比老凤祥、老庙黄金高出许多（上海南京路步行街三家店紧邻，价格很容易比较），客户群体主要是年轻人。周大福主要销售黄金及饰品，赚取进销价差，初看业务并不复杂，用销量乘以价差即可大致估算出盈利。但是，黄金是价格波动非常大的产品，基础金价的波动无时无刻不在影响进货成本，虽然终端市场金价每天随行就市，然而由于采购合约及存货因素，成本波动不能及时转嫁出去。为了对冲金价波动风险，周大福虽然在一定范围内使用了套期保值等金融衍生工具，但是仍不能全部锁定进销价差盈利区间。由此可见，周大福的盈利模式也有些复杂，能赚多少钱不容易算清楚，存在一定不确定性。

保险股也是如此。买保险股其实是买大盘，而且买的是杠杆化后的大盘。保险股是股市里的强周期股，大盘好时保险股好上加好，大盘不好时股价跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



得一塌糊涂，很多人是看中保险股的高杠杆效应而投资的，希望可以获得超额收益。保险类公司的会计计量方法复杂性远远超过一般企业，保险企业的账本复杂如天书，连专业审计人员都很难搞清楚。

保险公司通过债券票据投资、股票投资和股权投资来实现盈利，买保险股是投资于别人的投资，即相当于把钱借给保险公司的投资团队去再投资。其实，求人不如求己，命运应掌握在自己手里，投资本来就应该是个人亲力亲为的行为。然而，投资者不了解保险公司投资团队是如何操作的，是把自己的命运放在了不知情的人手里，有很大的盲目性。同时，作为大盘的放大器，资本市场往往给予保险股较高的估值和溢价，加大了其波动风险。做保险股难度很大，不是投资者的理想投资标的。

券商股和保险股类似。经纪业务、自营业务和承销业务是券商的主要三块业务，业务周期性非常明显，基本是看天吃饭。在金融股中，券商股和保险股一样具有很强的杠杆特性，不确定性更大，同样不是投资者的理想投资标的。

再来说说中石油。中石油简直是无所不能，既挖油，也进口原油；既炼油，也卖油；既做石油，也做天然气。能源行业的整个链条都吃尽了，所以注定只能获得能源行业平均利润水平。在中国，石油属于垄断行业，产品价格受管制，终端市场价定价不自由。国际原油价格的波动也在时时刻刻影响中石油的业绩：原油价格上涨，中石油开采业务赚钱，炼油业务亏钱；反之，原油价格下跌，开采业务亏钱，炼油业务赚钱。投资者根本算不清这本混在一起的账。

最后说说腾讯。腾讯产品线和业务线很长，跨度比较大，凭借资金实力收购了一些后起之秀，以确保自己的龙头地位不受威胁。互联网属于高风险行业，竞争非常激烈，行业变化很快，江山代有人才出，淘汰率非常高，有些人投资腾讯是为了资产组合配置的需要。目前，腾讯在互联网行业已经形成了一定垄断优势，现阶段看还没有任何公司可以撼动其地位，腾讯的产品已经渗透到大家生活的方方面面。但是将高渗透率转换成业绩，还存在许多障碍。腾讯收入还有一定增长潜力，但很可能已经处于快速成长期的末期，所以投资者要参与的话就不要恋战，见好就收。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



简单才可以活得更久

人类社会总是不断发展前进的，社会发展的历史同时也是人类自我需求不断满足的过程。亚伯拉罕·马斯洛按照不同层次，将全部需求划分为生理上的需求、安全上的需求、情感和归属的需求、尊重的需求、自我实现的需求共五种。

有什么样层级的需求，就有什么样的企业来满足这种需求。大部分企业是满足最基本的第一层次的生理需求，即吃喝住穿及医疗健康的需求；有些特殊的商品还可以满足更高层次的需求，比如房子和保险可以使人有安全感，满足第二层次安全的需求；聚餐喝酒娱乐送礼等是社交的需要，满足情感和归属以及尊重的需求；奢侈品对于特定消费者可以满足其主要依赖自我心理感受而达到的自我实现的需求。

但是，人类最高境界的需求是精神层面的需求。其实，就连物质层面需求的满足都要通过精神感知的方式产生效果，因此，从这个角度来看，物欲满足只是获取精神满足的一种方式。不过，物欲满足不应成为获取精神满足的主要途径，否则，随着精神层面感知阈值的不断扩大，迫使人们只能以更大更强的物欲享受来提升精神满足，于是人们不得不工作得越来越辛苦，以赚取更多的钱来获取更多物质，最终搞得大家都活得很累。

而且，这样做的副作用越来越明显：这个过程本身恰恰给精神带来更多的压力和痛苦，并形成恶性循环，以至于物质财富增量的快乐效应却不能抵消由此带来的精神痛苦。人们对“痛苦”的感觉总是不自觉被放大好多倍，比如，赌徒输掉 1 万元的痛苦要大于赢取 1 万元的快乐，做股票被套牢的痛苦要大于赚钱的快乐。

其实，精神需求最好还是回归精神本源，靠物欲满足来达到精神愉悦的方式是缘木求鱼，注定是失败的，而涉及精神文化的哲学、宗教、艺术、文学等关注点都是很好的载体，可以使人身心舒畅，恬静满足。从这个角度来看，提供文化和教育产品的企业有更多的精神价值意义，更应该受到国家政策的扶持和鼓励。

回到投资机会来看，一般来讲，层次越高、越花哨、越时尚的需求，变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



化速度也越快。投资界有一个误区，以为越是高科技的东西越有投资价值。其实，越是高科技的东西，更新的速度越快，高科技领域投资失败的概率往往是最高的。比如说电脑只有几十年的历史，期间却诞生过数不清的电脑公司，从美国王安台式电脑，到 IBM 的液晶电脑和笔记本电脑，再到苹果的移动电脑，几乎没有任何一家公司可以在这个领域成为常青树。

同样，与电脑配套的软件也经历了数次大的革命更新。DOS 系统、WPS 系统、Windows 系统、搜索技术、安卓系统、云计算等层出不穷，每一次革新都意味着一大批企业要被淘汰掉。在平板电脑和智能手机的冲击下，连微软这样几十年从来不做硬件的软件帝国也被迫推出 Surface 平板电脑。高科技领域的竞争极其残酷，淘汰率非常高，是一个高度风险的行业。

比尔·盖茨和巴菲特是关系非常好的朋友。据说有一次一起出席活动，有人问巴菲特为什么不投资微软，巴菲特笑了笑说，“这个问题很好，你可以问问比尔”，比尔·盖茨是这样回答的，“我想微软可能 18 个月后就破产了，所以他不愿投”。其实这不是危言耸听，盖茨一直有这样的危机感，他认为，高科技公司 18 个月后被新的对手淘汰掉是一件很正常的事情。

由于技术发展太快，社会革新太快，历史上很多著名科技企业，诸如柯达、富士、索尼、松下、东芝、夏普、戴尔、诺基亚、摩托罗拉等，风光一时后难逃没落的命运。

从股价来看，惠普近 5 年股价下跌近一半，诺基亚近 5 年下跌约 80%，黑莓近 5 年下跌约 90%，戴尔近 10 年下跌约 2/3，索尼近 10 年下跌约一半，英特尔近 10 年基本没涨。

其实，那些历经几十年、几百年甚至上千年没有变化的需求才是投资者关注的焦点。吃吃喝喝，与健康有关的对食品、药品的需求，几百年来基本不曾改变。相应企业几百年来不仅依然存活，而且还活得很好，规模不断发展壮大，并且随着历代人的工艺改进，产品日趋精益求精，品质和功效不断提升。投资这样的产品，起码不会成为科技发展所淘汰的对象。

不管世界如何变迁，人们总改变不了喝酒的习惯。四大名酒也好，八大名酒也好，十七种名酒也好，说明中国酒行业的话语权依然掌握在历史名牌酒企的手里，一个新的酒企几乎不可能改变原有产业格局。白酒行业这些年也出过很多风波，受过很大冲击，但是风波平息后一切如旧，依然还是那些品牌的天下，酒企格局基本上没有大的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再如，健康是人类永恒主题。中国人秉承天人合一的宇宙观，在不同的节气和时令食用不同的食品和滋补品，如“冬吃萝卜夏吃姜，不用医生开药方”。夏天喝凉茶，有王老吉；秋冬吃阿胶，有东阿阿胶。

另外，诸如六味地黄丸、牛黄清心丸、安宫牛黄丸、乌鸡白凤丸、片仔癀、云南白药等经典中药产品，历经弥久岁月考验，根本不用担心被时代淘汰。尤其是在目前社会，人们普遍感觉生活紧张，压力大，身体不同程度处于亚健康状态，比古人更需要身体调理，中医药在养生方面具有不可比拟的优势。

业务模式简单的公司对管理层和雇员的要求不会很高，依赖性不强，不会轻易因为管理层的改变而出现业绩的大幅波动，运营风险相对也较小一些。中国目前有一些上市公司，特别是一些国有企业，个人因素在企业经营中有很大影响力，往往成也萧何败也萧何，像这种企业有较大的不确定性，投资者应尽量回避。而对于品牌型消费企业来说，由于消费者对品牌认知度和忠诚度非常高，消费者是冲着品牌，而不是冲着那个高管去消费的，哪怕高管曝出巨大负面新闻甚至被判刑，企业基本面的变化和股价的波动也不会太大，如经历过风波的贵州茅台、伊利股份等，这样的公司应是投资者关注的重点。

最后，在中国股市，普通投资者相比机构投资者在信息获知方面处于劣势，信息不对称现象表现得特别明显。有一个小故事：两个人在森林里意外与熊相遇，其中一个人马上系紧自己的鞋带，另外一个人说，熊的奔跑速度远远大于人，你把鞋带系那么紧，还是跑不过熊，有什么用呢？这个人说，我不需要跑过熊，我只要跑过你就可以了——这个故事告诫普通投资者不要从一开始就输在起跑线上，不要做信息不对称的牺牲品。相比业务复杂的企业，业务简单的公司更适合一般投资者。

业务模式简单的公司其产品和工艺特征具有持久长期不变的特征，几十年如一日做着同样的工作，公司经营者不必考虑复杂的新情况变化，也不必为此迎接新的挑战。这就像一个驾驶员始终在没有弯道和坡度的高速公路上行驶，驾驶难度大幅降低，几乎不可能出事故。因此，业务模式简单的公司的企业风险是最小的。

其实，做股票也要“简单化”——把公司基本面看懂看透，算好账，觉得合算了就买，买了就不要在意股价短期涨涨跌跌。宁要模糊的正确，不要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



精确的错误，大的方向把握好就可以了。做股票要难得糊涂，心态好一点，态度超然一些，把交易次数尽可能降低。当基本面发生了本质改变时，坚决减持，不要为了那点小损失而行“妇人之仁”。须知，舍得舍得，有舍才有得，减持后腾出资金可以继续“钱生钱”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

基本面投资标准7 轻资产



产能弹性要大

一般来说，工业品企业是重资产企业，消费品企业是轻资产企业；重资产企业产能弹性小，轻资产企业产能弹性大。在相同的资本投入下，轻资产企业较重资产企业可以更快达成量产并满足市场需求。

重资产企业主要分布在机械、汽车、船舶、采矿、冶炼、石油化工、建材、煤炭、航空、公路等行业。如果产品销路好，企业达到产能上限，而要想获得更多利润，则必须耗巨资购买重型设备，投资新建产能。从开始投资到达产，项目周期短则一两年，长则五年或更长。这期间，宏观经济环境很可能会发生重大变化，市场需求逆转，重资产公司则面临“骑虎难下”的尴尬局面——不仅收入减少，而且会因项目资金沉淀造成现金流紧张，出现经营困难。

另外，当今是一个技术爆炸的时代，技术发展日新月异，当新的产能建成时，该技术可能已经落伍，还需要不断追加投资才不会被行业淘汰，使企业背负沉重的资金压力负担。

我们以饭店的经营为例来加以阐述。饭店的“产能”主要是座位数，即营业面积，对应成本是店面租金。众所周知，节假日期间饭店宾客满堂，门口排队拿号的人络绎不绝，座位数满足不了短期大量需求，客人只好另寻他家，饭店只能眼睁睁看着客户流失。而饭店空闲的时候，空空如也，座位大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



量闲置，收入锐减，租金成本却分文不能少，严重影响饭店盈利能力。由此可见，饭店“产能”弹性空间较小，严重制约了盈利的增加，这也是工业品企业产能面临的同样问题。

虽然民以食为天，食品支出是家庭日常支出的大头，但是饭店类企业往往很难做大，世界500强企业也好，中国500强企业也好，都鲜见饭店类企业的身影。股市中饭店类上市公司不多，龙头企业全聚德烤鸭，其营收表现和股价表现也不尽如人意。当然，快餐类企业如麦当劳、肯德基等是例外，该类企业通过提高座位的流转率和扩大外卖比例，“产能”弹性变大，其实已经成为轻资产企业，所以可以把企业做得很大。

轻资产公司价值主要体现在无形资产方面，包括企业的经营管理理念、资源获取和整合能力、企业品牌、人力资源和企业文化等。轻资产企业一般分为以下几种类型。

一是掌握核心知识产权的公司。一般分布在软件、高科技及医药行业，如微软、苹果、德国SAP公司等。由于技术进步太快，能长久保持竞争力的高科技企业非常少。医药企业相比高科技企业风险大大缩小，不管中药产品还是西药产品，由于产品功效与人体生理健康相挂钩，只要是掌握了好的产品和核心技术，产品就可以长时间维持强盛生命力。尤其是某些中医药保健品，产品保质期非常长，基本不存在产品过时风险，甚至存放越久，功效越好，价值越高。

二是品牌消费品公司，比如耐克、可口可乐、ZARA、H&M等。这类公司基本不需要自配的大型厂房设备进行生产，其生产基本上全部通过外包来解决。所以可口可乐的管理人曾说过，哪怕可口可乐全球工厂被大火付之一炬，第二天可口可乐也可以照样重新开始经营——只要品牌存在一天，可口可乐就会存活一天。

三是大型互联网垄断公司，比如Google、Facebook、腾讯、百度、阿里巴巴等。虽然这些公司也有庞大的计算机设备，但是真正维持高利润的核心武器是其庞大的用户群体以及对新进入者的高壁垒门槛。对于这类企业来说，能打败它们的恰恰是它们自己，只要不犯致命的错误，就可以活得很舒服。

四是金融类企业。金融企业，尤其是银行，属于弱周期股，也属于消费股。一方面，中国银行业同质化严重，经济好时都好，经济不好时都不好。银行业为全社会提供资金支持，与各行各业联系紧密，共荣共枯，所以银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是宏观经济的集合器，带有周期股的特点。另一方面，由于现代金融已经深入到生活的方方面面，不论经济是好是坏，人们总要供房供车，总要刷卡消费，每天都离不开金融服务，所以银行带有快消品的部分特征，也属于消费股的范畴。

轻资产企业既非资本密集型企业，也非劳动密集型企业。轻资产企业的设备投入金额不大，设备更新换代的频次较低，资本投入产出比较大，产能弹性大，产能利用率非常高，是理想的投资标的。这类企业在医药保健品、食品饮料、日化行业中分布较多。比如，东阿阿胶上市 15 年来资本性支出约为 9 亿多元，而同期累计利润约为 30 多亿元，有限的资本性支出可以换来较高的收入回报，表明其资本投入产出效率很高。



资本折旧是股价“杀手”

折旧是指在固定资产使用寿命内，由于资产价值的下降，需要按照确定的方法对资产的损耗进行系统分摊，分摊额就是折旧额。折旧一般以年为周期进行分摊，在损益表里计入主营业务成本，冲减收入。折旧虽然不会使现金流出企业，但是会抵减企业利润，对于重资产企业更是如此，一旦企业外部环境不佳，大额资本折旧拉低企业盈利，成为股价“杀手”。

就中国实际情况来看，宏观经济周期大约每 10 年为一个轮回。

改革开放以来，中国第一个经济波峰期发生在 1983—1985 年，年均 GDP 增长率约 13.2%，1984 年 GDP 增长率甚至达到 15% 以上；第二个经济波峰发生在 1992—1994 年，年均 GDP 增长率约 13.8%，1992 年 GDP 增长率达到 14% 以上；第三个经济波峰约发生在 2005—2007 年，年均 GDP 增长率约 11.2%，2007 年 GDP 增长率达到 11.9%。三次经济波峰各相差约 10 年。

中国第一个经济波谷期发生在 1989—1990 年，年均 GDP 增长率只有约 4%，1990 年 GDP 增长率只有 3.8%；第二个经济波谷期发生在 1998—1999 年，年均 GDP 增长率约 7.7%；第三个经济波谷期发生在 2008—2009 年，年均 GDP 增长率约 9.1%。三次经济波谷也各相差约 10 年。

顺便说一下，房地产周期一般比经济周期长，约 20 年为一个周期，期间一多半时间内上涨，一少半时间内持平或下跌，下跌幅度最大约为 50% 左右，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大幅下跌后呈缓慢上涨状态。

因此，从经济周期运行的规律和趋势来看，中国第四次经济周期波峰期开始于2013—2014 年的可能性很大，经济的高速增长至少会持续2 ~3 年的时间。这次经济周期很可能与前几次有很大不同，具体表现为波动幅度将会大幅缩小，周期性特征不明显，经济发展的持续性和长久性进一步得到加固。

一般来讲，在经济周期的上升阶段期，全社会各行业基本面逐步转好，市场需求逐步旺盛，企业追加投资意愿较强，引发工业品，尤其是重化行业的产能扩张。这期间，企业对未来市场，以及居民对未来收入普遍预期乐观，股市在乐观的市场氛围中持续高涨，引领整体市盈率上升，投资者越来越可以接受较高的市场估值；接下来，随着企业盈利不断上升，整体市盈率相应降低，从而吸引更多资金流入，财富效应进一步得到体现。不断高涨的预期和不断抬高的估值水平互相配合，交替上升，形成“戴维斯双升”效应，刺激股市在短时间内实现大幅上涨。中国股市在2006 年、2007 年的暴涨就是这种现象的生动写照。

“人无千日好，花无百日红。早时不计算，过后一场空”，经济周期的往复循环是经济发展的固有规律，这种自我循环的正向反馈总会有逆转的一天。“年年岁岁花相似”，历史总是相近的；“岁岁年年人不同”，未来总是不可测的。总是有这样或那样的突发事件引发触动了自我循环的逆向反馈按钮，这些事件可能是央行发布的紧缩货币政策，也可能是国际金融投资家们在金融市场的一次大规模的“阴谋”活动，还有可能是天量金融衍生品曝出坏账丑闻——不管这些事件以什么面目出现，其背后的始作俑者其实是人性的贪婪。在贪婪的人性的驱使下，生产供应被人为放大，短时间内大大超过了市场需求的增长速度，加之产能扩张和产能效率的提高与居民收入的增加存在或长或短的时滞，消费购买力的释放赶不上供应扩张的节奏。于是，供给和需求的天平不断被扭曲，当扭矩到达极限点时，供给被强制“平仓”——企业会发现当新产品上市时，原来供不应求的局面已难以寻觅，行业竞争越来越残酷，大家不惜以价格战来抢夺市场份额。由于需求毕竟有限，恶性价格竞争的结果就是大家牺牲了企业利润还是卖不出多余的产品。这种现象会像幽灵一样在行业上下游以及不同行业间蔓延扩展，于是，企业存货积压现象越来越严重，盈利出现方向性逆转，公司股价会像高空跳水一样出现断崖式下跌。

“屋漏偏逢连夜雨”，这个时候不但产品不好卖，原来在乐观预期下新增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资本投入产生大额折旧，让企业报表变得更为难看。投资者对股市的估值越来越保守，估值越来越低，于是，逐步糟糕的业绩配合不断降低的估值水平，两种负面因素交替上升，从而形成“戴维斯双升”效应的反面——“戴维斯双杀”。

在经济周期的衰退期，很多重资产股票跌得惨不忍睹，往往先拦腰砍一半，然后再来个拦腰一半，只剩原来股价的四分之一。在经历了 2008 年股市暴跌后，到了 2012 年年底，个别重资产类股票股价只有历史最高点的五分之一，甚至十分之一，这些股票大多是周期股。而与此形成鲜明对照的是，有相当多的消费股，尤其是快消品股票，这期间已经超过了历史最高价，并且屡创股价新高。

喜欢做周期股的投资者总是自信地认为自己能预知经济的拐点，在股市刚开始下跌时抛掉手里的股票。其实，大家是怎样知道经济出问题了？——还不是股市暴跌了才意识到经济变糟了，这时再采取措施为时已晚。

资本折旧是企业盈利的拦路虎，周期股折旧占营业收入的比例一般都大大高于消费股，在市场环境逆转的时候很难像消费股那样通过瘦身来应对。因此，周期股在经历一个完整的经济周期后大伤元气，很多会死掉或被并购，活下来的也要好多年才可以消化掉当初的新增产能，股价会长期低迷。

投资界里有句话，周期股股价再低都不算低。周期股的产品特性是无差异性和易替代性，产能的快速扩张必然会导致供需格局的逆转。大多数周期股只是在短期有昙花一现的股价表现，最终还是会走向漫漫熊途，难以回头。

比如以高科技、高融资、高亏损、高补贴而为资本市场熟知的上市公司京东方，其投资的液晶面板生产线，投资期很长。当新产品问世时，国际最新面板产品已经升级，京东方面临新产品落伍的尴尬局面。京东方共有四条面板生产线，分别是 4.5 代线、5 代线、6 代线、8.5 代线（2012 年合肥投资约 285 亿元，2013 年 7 月于重庆追加投资 328 亿元），历时约 5 年，陆陆续续建成投产。虽然四条生产线已全面开始运营，实现满销满产，但是巨大的资本折旧严重拖累了企业盈利。2011 年京东方营业利润仅约 1.6 亿元，但是仅折旧一项就达近 30 亿元。

有投资者认为，周期股要在亏损的时候买进，盈利的时候卖出；如果能在熊市的末期，牛市的初期投资周期股，收益会相当不错。其实，熊市买股票，牛市卖股票，这是大家都知道的道理，但是谁又能提前判断出熊市和牛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市呢？这就像所谓高抛低吸的说法一样，所谓的高和低，不都是在事后才看出来的吗？

再者说，根据大盘牛熊转换来把握周期股机会的逻辑是建立在周期股业绩乃至股价与大盘密切相关联的基础上的。但是，事实上每一个行业的兴衰主要是内因在起作用，即由行业内的供需状况来决定。外在经济的好坏毕竟是外因，外因还要靠内因起作用。因此，与其花时间分析研究外因的变化，不如专注于行业供需状况及个股基本面情况，这才是影响股价变化的最终决定因素。

有过惨痛亏损经历的投资者往往是在周期股上栽的跟头，对周期股要敬而远之。反过来讲，如果当时在高点买的不是周期股而是消费股，被暂时套牢，哪怕采取鸵鸟战术，对手里的股票置之不理。放几年后，往往会发现股价又会慢慢升回来，甚至会创出历史新高。

2012 年年底，消费类上市公司与周期类上市公司估值对比结果是：消费类公司相对周期类公司的估值溢价水平处于 2003 年以来的低位。近 10 年来，消费类公司相对周期类公司的估值溢价平均水平在 1.65 左右，最低值为 1.1 左右。历史上低点出现过两次，一次是在 2007 年年底，一次是在 2009 年中期。目前，消费类行业相对周期类行业的估值溢价水平已经下降至 1.2 附近。估值水平已经很接近历史低点，风格轮换的时机已基本成熟。



回避劳动密集型企业

资本折旧是重资产企业股价“杀手”，人力成本则是劳动密集型企业盈利“拦路虎”。

劳动要素、资本要素和自然要素作为三大生产要素，是财富创造的三大源泉。劳动可以创造财富，资本也可以创造财富，财富的分配是根据劳动要素和资本要素的投入和贡献来进行的。资本创造财富本质上也是劳动创造财富，这是因为：首先，资本活动是一种高级智力活动，属于脑力劳动的一部分；其次，资本从来不是天上掉下来的，资本来源于劳动，资本是劳动所得中未消费部分的长期积累。

因此，追根溯源，一切财富都是劳动创造的。这个命题其实是个永久命

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题，无法证伪。因为根据劳动的定义，劳动是人类活动的一种特殊形式——人如果既不“活动”身体，也不“活动”脑子，财富怎么可能会从天上掉下来呢？就算可以从天上掉下来，也得劳驾弯弯腰“活动”下身子去捡一下吧。因此，将财富创造归因于“劳动”，这是永远反驳不了的命题。

类似的例子还有：一个企业老是亏损，于是归因于人有问题。这也永远不会错，因为企业毕竟是人来做的，没有人参与的活动那叫大自然。

劳动的代价是对劳动力的消耗，商品的价值必须要弥补劳动力的消耗，因此，一切商品的成本本质上都是人工成本。

比方说，汽车成本主要由钢铁成本和相应人工成本构成，而钢铁成本主要由铁矿石成本和相应人工成本构成，铁矿石的成本又主要由挖掘设备成本和相应人工成本组成。如果我们一步步由下游产业向上游产业追溯，会发现商品成本以不同的渠道和方式最终都要归结于人工成本。

从美国百年股市个股表现来看，资本密集型企业和劳动密集型企业往往是跑输大盘的。在中国，一个产业工人的工资只有美国产业工人的1/20～1/10，为降低产品成本，选择在中国生产是最有效的办法。于是，改革开放以来，国际劳动密集型跨国公司纷纷把制造基地迁到中国，大大提高了其产品国际市场竞争力。

但是，近年来，随着中国开始进入人口老龄化社会，新生劳动力的供给呈下降趋势。据统计，继2011年中国15～64岁劳动年龄人口比例自2002年以来首次出现下降之后，2012年中国15～59岁的劳动力总量也首次下降，总数为9.4亿人，比上年减少345万人，中国适龄劳动力开始逐渐进入短缺时代。中国产业工人成本以高于GDP增长的速度上升，“中国制造”的成本优势越来越弱化。为此，有一些跨国企业开始把一些初级及技术含量较低的产品的制造基地迁往越南、印度等人力成本更低的国家。

目前，中国国民收入倍增计划开始实行，民生为要的分配体制改革开始启动，今后劳动报酬在国民财富中的分配比例会越来越高。人力成本加速上升的趋势要持续很长时间，这不仅是在华跨国公司要面对的问题，也是国内企业需要亟待解决的问题。

当然，人类总是可以找到减少人力成本的办法。随着科技的进步和发展，“机器代替人”成为替代办法。比如，美国福特汽车公司1908年生产一辆福特车需要514分钟，创始人福特在1913年创立了第一条汽车装配流水线，使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汽车装配速度迅速提高，生产一辆车只要约 1.2 分钟。

对比中美两国制造业产品价格和服务业产品价格后会发现，美国服务业产品价格大大高于中国，而制造业产品价格与中国差距不大，甚至有的制造品价格还略低于中国。这是因为人力成本在美国制造业成本中的占比相对于服务业来讲低很多，使得制造品相对于服务品更具成本优势。

富士康是世界最大的代工企业，富士康已将工厂陆续搬迁至国内劳动力较为丰富的中西部地区。有报道称为确保富士康在江西的用工计划，某地方政府甚至给政府工作人员下达了招工指标，有些村镇甚至还出现"抓壮丁"的情况。适龄劳动力的短缺逼迫富士康不得不也采取了"机器代替人"的办法：据称富士康 2012 年中期已有约 1 万台工业机器人，并计划 2013 年将达到 30 万台，三年后工业机器人的使用规模将达到 100 万台。



存货要看潜在价值

轻资产企业生产设备不仅要"轻"，存货也要"轻"。一般来讲，如果产品供不应求，那么存货流动性就很高，存货占总资产的比例也比较少，具备轻资产特征。产品滞销的企业存货比例较高，存货变现能力较差，像这类的企业即使生产设备是"轻"的，也不能称作轻资产企业。

当然，企业存货并不是越少越好，存货要保持适当比例。零库存虽然可以最大限度地节约资金占用，但是同时放大了经营风险，在突发情况下，有可能造成生产断档，带来的损失大大高于日常存货的保管成本，整体上看得不偿失。

企业存货大致可分为以下三类。

第一类是越放越贬值的存货，服装企业、商业流通企业、家电企业存货属于这一类。处理这类存货最常用的办法就是打折促销。

第二类是随着市场行情变化而变化的存货，房地产企业、部分高档消费品企业属于这一类。比如说老凤祥，公司存货项下主要是黄金产品，黄金价格由国际市场决定，很大程度上影响着存货价值的大小。作为流通企业，老凤祥主要赚取黄金进销差价和加工费，黄金价格的涨跌虽然对进销价差影响不大，但是却直接影响公司存货价值，从而影响企业市场价值。从实际情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来看，老凤祥股价变化往往与金价变化趋势接近，公司的进销价差收入反而被忽视了。

类似的企业还有东方金钰。东方金钰有大量翡翠存货。俗话说，黄金有价玉无价，翡翠价格波动幅度要大于黄金，加之翡翠一般是打折销售，产品标价和实际成交价有一定差别，加大了东方金钰翡翠存货市场价值的判断难度。在股价表现上，东方金钰股价波动幅度高于同行平均水平。

第三类是存货越放越增值的企业。对于这类企业而言，即使存货在总资产中占比高一些也关系不大，高档白酒和中药保健品企业属于这一类。

白酒中的典型是茅台。酷爱茅台的人将茅台形象地称为液体黄金。茅台酒出厂前要存放 5 年，2012 年年底茅台存货中基酒存量约 10 万多吨，随着时间的延长，基酒的价值不但不会下降，还会稳步上涨。因此，茅台存货是衡量茅台股票价值的重要筹码。

葡萄酒、黄酒也有同样的特性。比如古越龙山，据称在古越龙山中央酒库里，有 1000 多万个盛着多年陈酒的大酒坛，一字排开绵延可达几千里。中国黄酒企业除古越龙山以外，原酒储藏量普遍偏低，酒龄超过 10 年的存货更是少之又少。相比之下，古越龙山库存原酒大约 20 多万吨，其中大约一半酒龄在 10 年以上。

此外，古越龙山下属品牌“状元红”和“女儿红”也与酒的陈酿有关，“状元红”酒和“女儿红”酒源于绍兴一带的民间风俗：生子之年，酿酒数坛，请师傅在坛上刻字彩绘，然后泥封窖藏，以兆吉祥，期盼儿子将来成为“状元之材”，故谓之“状元红”；生女之年，同样也酿酒埋藏，待女儿长大成人出嫁时掘酒请客，以示庆贺，故谓之“女儿红”。

东阿阿胶也属于这一类。俗话说“人参要新，阿胶要陈”，医生在开处方时往往会注明“陈阿胶”。一般来讲，新制成的阿胶有火气，储存多年后，火性消解，药效更佳。江南民间有家藏“老阿胶”的习惯，只要保管得当，陈阿胶就不会变质，不被虫蛀。按照相关要求，阿胶产品会标注保质期为 5 年，但只要保管妥当，阿胶是没有失效期的。其实，好的阿胶保存时间可以很久，差的阿胶时间长了容易变质，因此，选用阿胶最好要质量上乘的。陈阿胶外观呈暗色无光泽，而新阿胶则外观光亮。据说 2007 年从东阿传统阿胶制作作坊涂氏怀德堂第五代阿胶传人处，发现涂氏家族已珍藏近百年的“珍品阿胶”，经鉴定，该阿胶经历百年而功效不散，着实令人称奇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



再来看看同仁堂。2013 年初，同仁堂存货约 33 亿吨，存货资产占总资产的比例达 33%；剔除现金后，存货占比高达 54%。中药材中的许多贵重药材如野山参、鹿茸、麝香、羚羊角等统称为“细料”，“细料库”药材贵重，价值大，在会计上均以原材料的形式记录在存货中。“细料库”是考量同仁堂股票价值不可忽视的重要因素。

一般来讲，中药企业的存货保质期普遍较长。作为原材料的中药材只要保存得当，就可以保存很久。哪怕市场终端需求突然减少，多余的原材料存货也可以暂时存放起来，待市场好转时再加工生产。国家《药品法》规定了药品的保质期最高只能标注五年。如果是西药，保质期到期则坚决不能使用。但是有些中药，比如片仔癀，据称其保质期很长，只要不潮湿发霉，则可以放几十年甚至上百年都没问题。



现金资产最“轻”

在资产负债表中，资产按照流动性的强弱从上往下列示。现金，即货币资金位列第一行，显示流动性最强。现金是最“轻”的资产，“现金牛”公司是理想投资标的。

“现金牛”公司基本不用追加大规模的资本性开支就可以获得稳定的利润和与之匹配的经营现金流入，公司负债少，负担轻，有点像炒房的“收租婆”。“收租婆”现金流状况非常好——只要低价拿到房产，不需要再追加“资本投资”，就可以源源不断地收到租金。况且，租金现金流入大大高于按揭现金流出，现金净流入为正，有结余。同时，随着物价上涨，租金每年还以不低于通胀的速度上涨，可以始终保持良好资金状况。

一个完整的房产周期约为 20 年。10 年前投资房产，租金回报率一般在 6% ~10% 之间，相当于 10 ~17 倍的市盈率估值水平。哪怕是贷款买房，假设 100 万元的房子，贷款 80 万元，贷款利息按年息 7% 计算，利息每年约 5.6 万元；租金按照房价 8% 计算共 8 万元；两者相抵，合计每年收益 2.4 万元。按照当初 20 万元的首付款本金，不计房产上涨因素，现金投资回报率为 12%，属于不错的回报水平。以后每年随着租金上升，回报率会逐渐攀升，这就是典型的现金牛盈利模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，目前中国房地产市场情况与10年前相比截然相反。目前租金回报率一般在3%左右，相当于33倍的市盈率估值水平，是2013年中期中国股市估值水平的三倍。同样100万元的房子，年租金收入只有3万元，年贷款利息支出5.6万元，不但没有结余，还要倒贴2.6万元，净现金流为负。投资者应该回避这种资金无底洞投入项目。

做投资是为了获取回报，不倒贴钱是最基本的原则。小学时经常做这样的算术题：某水池一个进水口一个出水口，出水口的水流速度比进水口快，那么水池多久可以变空？同样，如果一个公司现金流出总是大于现金流入，那么这样的公司早晚是要倒闭的。

有的投资者购买现金状况很差的公司以博取短期交易价差，抱着侥幸心理，觉得可以在“水”流光之前把“水池”卖给比自己更傻的人，最后自己却成了那个傻子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章
基本面投资标准8　国际化潜力



国际化成就世界500强

世界500强企业中，除中国几十家国有垄断企业外，绝大多数都是国际化跨国公司。表8-1是截至2013年3月3日，在美国上市的世界500强企业，按照收盘价计算，市值排名前25位清单。

表8-1　市值排名前25位的企业

日期：2013年3月3日收盘

排名	公司名称	市值（亿美元）
1	苹果	4 042
2	埃克森美孚	4 026
3	谷歌	2 658
4	伯克希尔·哈撒韦	2 530
5	中国石油	2 487
6	沃尔玛	2 452
7	通用电气	2 432
8	微软	2 341
9	雪佛龙	2 271
10	IBM	2 267
11	雀巢	2 256

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

排名	公司名称	市值（亿美元）
12	三星电子	2 210
13	中国移动	2 200
14	强生	2 126
15	宝洁	2 089
16	健赞	2 047
17	汇丰控股	2 018
18	辉瑞	2 017
19	AT&T	1 978
20	富国银行	1 864
21	摩根大通	1 861
22	可口可乐	1 730
23	诺华	1 650
24	甲骨文	1 640
25	丰田汽车	1 626

从以上排名可以看到，上榜的企业几乎全是成功实施国际化战略的跨国企业，其本土以外的海外业务收入在总营业收入中占有很大比例。可以说，没有国际化，就难以成为世界500强企业。

快消品公司更需要国际化战略。国际知名快消品公司如宝洁、联合利华、欧莱雅、迪奥、汉高、可口可乐、百事可乐、雀巢、卡夫食品、达能、玛氏食品、麦当劳、肯德基、喜力控股、麒麟控股、强生、葛兰素史克、雅培、惠氏、施贵宝、帝亚吉欧、保乐力加、百富门、ZARA、H&M等，都是成功实施国际化战略的公司。

从全球富豪榜同样可以看到国际化端倪。2013年3月5日出炉的《2013年度福布斯全球富豪榜》，排名靠前的许多富豪，其企业都拥有国际化消费品品牌，比如：伯纳德·阿诺特——路易威登集团（LVMH），阿曼西奥·奥特加——ZARA，斯蒂芬·佩尔森——H&M，利利安·贝当古——欧莱雅集团，意大利首富米歇尔·费列罗——费列罗巧克力，日本首富柳井正——优衣库，缪西娅·普拉达——普拉达，玛氏三兄妹约翰、小弗瑞斯特与杰奎琳——玛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



氏食品，等等。

消费品，尤其是快消品，要比工业品更需要国际化战略，而且实施起来较工业品更容易一些——可以很容易想象得到，如果卡特彼勒要把叉车卖到中国，与三一重工和中联重科竞争不会有什么好结果；埃克森美孚想从中石油、中石化那里分一杯中国业务的羹，难度会有多大；思科与华为竞争，基本上没有什么胜算。

国际化是消费品企业实现跨越发展的有力武器。20 多年前，可口可乐公司遇到发展瓶颈。当时美国每人每年喝掉约 400 瓶可乐，指望美国人再多喝可乐来提高销售收入已不可行。事实上，接下来的 20 年美国可乐销量基本没有什么增长。既然在美国遭遇天花板，那就搞国际化吧——当时的可口可乐高层做出了这个英明但又别无选择的重大战略决定。

如今，可口可乐分支机构遍布世界 200 多个国家，尤其在中国市场、印度市场和非洲市场取得了很大成功。可口可乐的核心竞争力是产品背后所代表的美国文化，所以越是与美国文化差别大的国家和地区，销量和市场潜力越大。

全世界有 60 多亿人，拥有 60 多亿只舌头，每个人的口味不尽相同。为满足不同国家消费者口感，可口可乐丰富扩大了产品线，产品线涵盖有色碳酸类、无色碳酸类、饮用水、功能饮料（添加营养元素）、果汁类等。

在中国，可口可乐与中粮合作（百事可乐与康师傅合作），强强联手共同拓展市场；曾经谋划收购汇源果汁，企图掌控中国果汁市场。在非洲，可口可乐拥有 6 万多名雇员和 100 多家工厂。在南美的墨西哥，消费者平均每年喝掉 600 多罐可乐。总体上看，可口可乐海外收入占全部收入的 80% 以上。

可口可乐市盈率虽然从 10 多年前的 40 多倍下跌到目前的 10 多倍，但是全世界还有许多国家和地区有待可口可乐去进一步开拓，可口可乐的国际化战略还有一定拓展空间，这或许是巴菲特继续持有可口可乐的理由。



本土品牌 PK 洋品牌

目前，中国快消品市场外资品牌林立，在许多细分领域中占据优势，但是本土品牌也不甘落后，正在奋力追赶。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如，中国已经成为全球最大的日化消费品市场之一，在个人护理产品类别中，宝洁、联合利华、欧莱雅、雅诗兰黛、妮维雅（拜尔斯道夫）和资生堂等知名外资品牌一统天下，占据垄断地位，在中国的年销售额已经超过500亿元。目前宝洁已有23个品牌进入中国市场，在洗浴用品、洗发护发用品和口腔护理用品领域均占据市场份额第一位；而欧莱雅在彩妆、护肤品和防晒产品细分产品上，占据市场份额第一位，总的市场份额约为10%。

凭借品牌优势，外资品牌可以轻而易举地让中国购物者支付比本土品牌高出约50%的溢价。本土品牌仅在洗涤产品等家用产品中占据优势，市场份额约为80%以上，但是这类产品利润空间不大，行业内企业生存状况不好。

在食品饮料领域，如在巧克力和口香糖品类中，外资品牌市场份额分别高达70%和85%。在糖果品类中，来自意大利的阿尔卑斯在中国市场渗透率（品牌产品使用者比例，是一个品牌在市场中位置的总和）已高达约34%，并取得了约9%的市场份额；在饼干品类中，卡夫旗下的奥利奥，占据了约46%的渗透率和约10%的市场份额。

不过，在方便面和即饮茶等更为传统的包装食品和饮料品类中，非外资品牌（包括来自我国香港地区和中国台湾地区的品牌）占据了主导地位，市场份额约在90%以上。

在乳业领域，外资品牌在奶粉产品上优势明显，本土品牌在液态奶和酸奶品牌上有较大优势。如本土酸奶品牌在中国市场所占份额高达95%，本土品牌能够最大程度地利用规模化的协同效应和完善的牛奶分销系统将产品渗透到三至五线城市，而外资品牌达能仅能在一线城市达到44%的渗透率。

目前，外资品牌和本土品牌之间的价格差异在不断缩小，甚至在啤酒、日化产品和面巾纸品类中打起了价格战，本土品牌开始进入利润空间较高的高端市场。

过去依靠便宜地价、优惠政策、高薪挖人的外企，目前正面临本土企业的强劲挑战。本土品牌企业的综合实力正越来越壮大，尤其在营销方面，甚至超过了一些跨国消费品牌。中国正在孕育一批实力强大的本土领军企业，这些企业更接近和了解消费者，重视营销和分销战略，生产价廉物美的替代产品，开发的新产品和创新型销售模式都非常贴合中国消费者的需求。

例如，中国牙膏市场在1992年以前是本土品牌的天下，两面针、田七、黑妹、冷酸灵、蓝天六必治、草珊瑚、小白兔等品牌牢牢占据市场。1992年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



高露洁来了；1995 年，佳洁士也来了；中华牙膏也被联合利华收购。洋品牌开始抢占本土品牌市场份额，之后在佳洁士、高露洁、黑人洋品牌等冲击下，本土品牌一度几乎全军覆灭。

但是，近年来云南白药牙膏已经进入个人护理品类的高端市场，每支牙膏售价达 20～40 元，远远高于其他品牌每支 3～20 元的价格，成为本土牙膏第一品牌。作为中国最大的家用洗涤剂生产企业，纳爱斯在牙膏产品尤其是儿童用牙膏产品上逐步加大市场拓展力度，市场占有率逐步提升。医药企业片仔癀也推出片仔癀功能牙膏，目前主要在广东等地的华润万家超市销售。

最新数据显示，在本土品牌竞争下，宝洁（佳洁士和欧乐 B）在中国牙膏市场的占有率从 20.8% 下降到 19.7%，联合利华（中华牙膏）在中国牙膏市场的份额已从 12% 下降到 9.9%。

在日化领域，本土品牌开始重新崛起。数据显示，2009 年 5 月份，中国化妆品市场中跨国化妆品品牌（不包括大宝）的市场占有率缩减到约 57.9%；2013 年，本土日化品牌所占份额继续上升，已接近 50%，呈现与洋品牌平分秋色之势。2011 年，在中国日化行业销售收入排名前 20 位企业中，洋品牌有 15 家，其市场份额总数下降到约 51.4%；本土品牌有 5 家，借助于渠道以及运营的操作运作机制，市场份额逐步增加。比如：2007 年蓝月亮在中国洗涤市场占比仅约为 14%，到 2013 年却已经高达约 63%，增长非常迅猛。最近几年，像宝洁这样的企业几乎没有真正推出让消费者眼前一亮的新品牌，洋品牌毛利率越来越低，在业绩的压力下，开始牺牲原来的中高端形象走低端路线，损害和透支了自身品牌价值。

在食品饮料领域，由于本土企业伊利、蒙牛、光明的逼迫，达能乳业被迫关闭上海工厂；雀巢于 2011 年年底中止了在华东区的冰激凌生产运营和零售业务；百事中国将其核心的瓶装业务全部转让给了康师傅。

在 IT、家电领域，惠而浦将空调委托给苏宁独家销售；飞利浦将电视机业务的生产和销售出售给冠捷；松下将三洋白电部门出售给海尔集团；伊莱克斯委托国美在中国贴牌生产及销售其系列产品；三星宣布全面退出中国 LCD 彩电市场；MSN 不敌腾讯 QQ，市场份额从当初的 10% 以上，跌落到 5% 以下，也将退出中国。

在零售领域，2011 年百思买关闭在中国大陆的所有零售门店，退出中国。全球最大玩具公司美泰公司也关闭位于上海淮海路的芭比娃娃旗舰店。家乐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

福在中国的约 220 家分店正在四处接触包括中粮集团在内的潜在买家，准备退出中国市场。家乐福 2004 年之前开出的门店是赚钱的，2005—2008 年间开出的门店基本收支平衡，而 2008 年之后开的门店基本处于亏损。在本土超市的阻击下，家乐福、沃尔玛在中国市场的增长潜力越来越小。

不过，在快消品领域，目前阶段，从总体上来看，外资品牌还是占据了较明显的优势。这可以从商场的运营获得印证。通常情况下，商场倾向于把最好的货架用于外资品牌的销售，而且不收费用或仅收取很少的费用，把所有费用成本嫁接到本土品牌身上。

比如说超市。超市的利润来源主要分为前台毛利和后台毛利。一件商品进价 9 元，售价 10 元，其中的价差 1 元就是前台毛利；但如果卖 8 元，超市依然可以赚钱，靠的则是后台毛利。超市依靠门店网络资源和货架资源主要向本土品牌企业收取各种名目的通道费，包括进店费、上架费、堆头费、促销费、店庆费、年节费、广告费等，这些通道费以及销售数量折扣和年终返利统称为后台毛利。据估计，上海的超市整体进场费约为售价的 10% ~20% 。



中国品牌的国际化

城市超市、华润 OLE 超市、久光超市和全洲超市是上海主要面向外籍消费者，主要以进口食品为主的精品超市。如果“made in China”的本土产品在以上精品超市有售，则表明其有一定国际化潜力。另外，来自中国香港地区的 City' Super 在陆家嘴国金中心已经开店，主要面向在陆家嘴工作的中高收入消费者。

城市超市（City Shop）在全球有很多分支机构。就 2013 年年初情况而言，在城市超市上架的并且属于上市公司旗下的产品有：汇源果汁、舒适达牙膏（中新药业参股）、新康泰克、青岛啤酒、王老吉、云南白药牙膏、四洲食品、碧生源、天福茗茶、5100 西藏冰川水等。

久光超市有很多日本进口食品，主要针对日籍及在日本有过生活经历的消费者。2013 年年初，久光百货的中国品牌有：青岛啤酒、舒适达、光明乳业、蒙牛乳业、康师傅、统一、味千拉面（面条）等。

位于新天地的全洲超市由日资企业投资，以日本产品为主。2013 年年初，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全洲超市的中国本土品牌有：伊利乳业、光明乳业、蒙牛乳业、张裕葡萄酒、长城葡萄酒、古越龙山、和酒、茅台、五粮液、泸州老窖、洋河酒业、水井坊、牛栏山二锅头、青岛啤酒、王老吉、汇源果汁、康师傅、统一、三精葡萄糖酸钙、合生元、家化六神、云南白药牙膏、舒适达、霸王洗发液、美即面膜、四洲食品、维达纸业、恒顺醋业、福临门、雨润等。

华润 OLE 超市是华润万家旗下定位于高端消费者的超市，目前在上海有 4 家店，上海 Ole’港汇店是上海第一家店，港汇店进口商品比例超过 70%，仅食品类进口商品就达到 600 多种。截至 2013 年年初，上海 Ole’港汇店归属于本土上市公司中的品牌有上海家化的高夫、维他奶、康师傅、统一、5100 西藏冰川水、恒顺醋业、蒙牛乳业、光明乳业、味千拉面（面条）等。

百盛超市是百盛集团所属超市，淮海路百盛超市中本土上市公司中的品牌有：上海家化的美加净、片仔癀化妆品、青岛啤酒、古越龙山、康师傅、统一、5100 西藏冰川水、恒顺醋业、蒙牛乳业、光明乳业、合生元、汇源果汁、汤臣倍健、南方黑芝麻糊、好想你枣业、云南白药牙膏、舒适达牙膏等。

顺便说一下上海便利店所售快消品品牌产品。上海便利店包括：百联集团系统的好德、罗森、快客、可的；光明食品集团的第一食品、光明食品、伍缘、捷强；粮油集团的良友；康师傅集团的全家；统一集团的 7－11；大润发的喜士多。

以上便利店的可归属于上市公司的快消品品牌有：张裕、长城、茅台、五粮液、汾酒、青岛啤酒、古越龙山、王老吉、云南白药牙膏、舒适达牙膏、洽洽瓜子、福临门、伊利、美加净、六神、美即面膜、雨润等。

就快消品的几个大类，如饮料、酒、食品、医药保健品和日化产品来看，首先，在食品饮料领域，产自中国的产品与国外产品相比，在品质和安全性上还有一定差距，中国本土食品品牌在加强消费者信任度方面还有很多工作要做。

在这里提一下张裕葡萄酒。张裕较早就开始尝试海外销售，1993 年张裕组建了进出口公司，开始了自营出口。起初张裕出口主要集中在东南亚一带的华人圈子，2005 年，张裕与欧洲大型葡萄酒经销商合作，在经销商宣传和推介推动下，张裕葡萄酒逐渐获得欧洲消费者的认可，进入了德国、奥地利、英国等 14 个欧洲国家主流市场、3000 多家超市，并打入德国汉莎航空公司的头等舱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，在日化美容产品方面，上海家化在国内是第一品牌，一枝独秀，除相宜本草近几年发展较快外，其他日化企业与上海家化不在一个量级水平上。如丁家宜被国际日化巨头科蒂集团收购后，年营业额仅约7亿元。

不过，与海外巨头相比，上海家化体量也不大。上海家化2012年全部收入约45亿元，而欧莱雅全球收入约合人民币2000亿元，同期仅在华就实现销售额约120亿元，市场份额约占11%。资生堂2012财年在华实现销售约57亿元，在美容和个人护理类别中在华市场份额位于第三位，约占5.4%；全球收入约合人民币440亿元，而来自中国的市场销售占到公司整体销售的13%。宝洁、联合利华等国际日化巨头年销售收入一般在4000亿~5000亿元之间，上海家化与这些国际巨头相比还有很大的差距。

在中国日化美容产品市场，国际品牌在主要细分品类上处于领先优势，市场份额较高。2011年日化行业以宝洁、联合利华、欧莱雅、资生堂为代表的前四大企业的销售金额总和占到了全国销售金额的36.6%，前八大企业的销售金额总和占到了全国销售金额的47.5%。

不过现在上海家化的佰草集已经在国外上市，迈出了国际化的重要一步。目前，佰草集在法国、意大利、西班牙、丹麦、瑞典、新加坡等国及德国Douglas 20余家化妆品专业店有售。另外，上海家化在法国设立了全资子公司法国佰草集有限公司，虽然注册资本不大，但毕竟开了一个头。上海家化还参股了法国LV集团下的丝芙兰（SEPHORA）中国公司约20%的股权，为打入国际市场找到了一个踏板。这表明上海家化是一家具备国际化视野的公司。

最后，就目前情况而言，现阶段具备国际化潜力的本土产品主要集中在医药保健类产品方面，比较有代表性的产品是东阿阿胶、片仔癀和同仁堂。

东阿阿胶在韩国、日本很受欢迎。2012年年初，日本厚生劳动省指定检测机构对东阿阿胶出口日本的阿胶原粉进行了检测，检测结果显示，包括农药残留、兽药残留、重金属、细菌等842项检测项目均为零检出。在印尼市场，复方阿胶浆成为印尼治疗登革热的首个特效中成药。2012年8月，东阿阿胶获得韩国食品药品监督管理局（KFDA）批准，可以以食品身份在韩国销售，这意味着原来只能在韩国医院作为药材使用的阿胶，能合法进入韩国保健食品领域。东阿阿胶在韩国有着较悠久的应用历史。

片仔癀在我国香港地区、东南亚及日韩知名度很高，上海的药店中许多片仔癀药品及化妆品就是被日本顾客买走的，片仔癀外销收入额占总营业收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



入比例约为20%，一直以来位居全国中成药单项出口创汇前三位。由于外销价低于内销价，加之总收入中有其他业务收入，片仔癀实际年外销数量估计要占到总年产量的30%以上。

同仁堂海外销售主要实现渠道是隶属于集团公司的自营门店，从1993年在香港开设海外第一家同仁堂药店开始，截至2012年年底，同仁堂在海外16个国家和地区开办了70多家零售终端和药店，产品已行销到世界上40多个国家和地区。根据2012年年报，同仁堂股份海外收入已经占到总收入的约7%。

目前阶段，中国品牌消费品在国外市场，特别是美国市场的销售数量还很少，只有青岛啤酒、海尔、李宁服装、联想等几个有限的品牌；在国外机场免税店有中华香烟、茅台，价格当然比国内便宜一些，购买者自然主要以中国游客为主。

2013年4月，国际市场营销公司HD Trade Services调查发现，尽管“中国制造”风靡美国，但94%的美国人叫不出一个中国品牌，一些人把丰田、索尼、本田等误认为中国品牌。只有极少数人知道联想、百度、华为、海尔和国航等几个有限的中国品牌。

总体上来讲，中国消费品品牌的国际化还有很长一段路要走，但同时也表明，国际市场对于中国消费品品牌来讲存在巨大潜在空间，必将催生一批世界级品牌。比如，中国白酒年销售额约为1000亿美元，为世界最大酒类，约是排名第二的伏特加酒销售额的两倍。在中国市场上，很容易就可以买到伏特加酒，很多中国人也有饮伏特加的习惯，起码很多人会尝试去饮这种酒，或者买来送人；但是，国外市场却很难看到白酒有售，国外市场不但有华人这一显性消费群体，还有大量西方人这一潜在消费群体，可拓展的空间其实非常大。

顺便说一下中国其他企业海外拓展的情况。商务部数据显示，2012年，我国境内投资者共对全球141个国家和地区的4425家境外企业进行了直接投资，累计实现非金融类直接投资772.2亿美元，同比增长28.6%；埃森哲经济学人信息部2012年亚洲企业国际化调研数据显示，约有1.35万多家中国境内投资者在国（境）外设立对外直接投资企业约1.8万家，对外直接投资累计净额约4248亿美元，境外企业资产总额近2万亿美元。

较之于新设项目，中国企业海外并购金额更为可观。2008—2012年，中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国企业海外并购5年增5倍，总投资金额从2008年的103亿美元增加到2012年的652亿美元。2012年中国企业海外并购数量达319家，比2011年增长了54%。

2012年中国民营企业海外并购金额约为255亿美元，是2008年的7倍；单宗交易标的金额增长近4倍，增长至约1.8亿美元。期间涌现了诸如联想并购IBM电脑、万达收购美国AMC院线和英国圣汐游艇公司、吉利收购沃尔沃汽车、海航并购西班牙NH酒店、美的并购开利空调、复星收购希腊著名时尚品牌Folli Follie9.5%的股权、金亚科技并购英国消费电子企业哈佛国际等一大批大型并购项目。

虽然中国企业海外并购总投资金额创历史新高，但和全球每年超过万亿美元的资本流动相比，规模仍然不算大，不过中国企业海外并购正从萌芽期进入高速增长期。

数据显示，2012年中国出境旅游达8300多万人次，从绝对数量而言，中国出境旅游人数已超过德国与美国，成为世界第一大出境旅游市场。同时，2012年中国游客境外消费总额达到1020亿美元，其中65%用于购物，中国也成为世界第一大出境旅游消费国。

为抓住海外旅游市场机会，目前已经有几家中国酒店企业在海外市场进行了初步拓展。例如，锦江之星与法国卢浮酒店集团约签约了15家酒店，分布在巴黎、尼斯、里昂、马赛、普罗旺斯等地；锦江之星还与菲律宾上好佳签约，将品牌授权给上好佳，由上好佳在菲律宾区域发展锦江之星门店，上好佳相当于锦江之星在菲律宾区域代理商；锦江之星还与韩国SANGWON HOUSINGCO. LTD公司签订特许经营合同，以单店特许经营方式在韩国扩张。

再如，绿地集团斥资约15亿元收购西班牙两酒店并将其更名为“铂瑞”和“铂骊”品牌。中国最大民营酒店集团之一的开元集团斥资1050万欧元收购德国法兰克福市位于莱茵河畔四星级的商务酒店金郁金香饭店，并将这家酒店更名为法兰克福开元大酒店。中国北京华荣建业房地产开发有限公司投资兴建的华荣阳光酒店计划于2014年在德国法兰克福开业。浙江君澜酒店集团完成了对澳大利亚珀斯水边套房酒店的收购，计划将其打造成君澜旗下“君亭”品牌在海外的首家酒店。2013年年中，万达计划投资7亿英镑在伦敦核心区建设超五星级万达酒店，等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二篇

财务投资标准

钱不是万能的，但没有钱是万万不能的。同样，做投资懂会计不是万能的，但不懂会计是万万不能的。做投资不看会计报表，不做财务分析，就像医生看病不看化验单一样，是非常危险和不负责任的行为。尽管会计报表反映的是事后数据，不能只全依赖它做决策。但是作为重要信息的来源，财务指标是了解企业真实状况不可或缺的要素。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章 财务投资标准1 毛利率大于30%



毛利是利润源泉

毛利率是毛利与销售收入的百分比，其中毛利是收入与成本的差额，因此毛利率是产品售价扣掉产品成本后的盈余与产品售价的比率。用公式表示：毛利率 = 毛利/营业收入 × 100% = （营业收入 - 营业成本）/营业收入 × 100%。毛利是产品最核心、最基本的盈利保证，毛利率水平的高低与企业盈利能力的高低直接相关。

会计报表包括资产负债表、损益表和现金流量表，从损益表上可以查出毛利和毛利率。损益表反映企业盈利情况，编制逻辑其实并不复杂，有点像一层层剥竹笋，或者像玩俄罗斯套娃。

简单来讲，表格最底栏的净利润是这样算出来的：收入减成本是毛利；毛利中先扣除营业税金及附加，再扣除管理费用（主要是企业职能部门如行政部、管理部、财务部、审计部人头费和办公费）、经营费用（主要是销售人员人头费和业务费用）、财务费用（借款利息），即统称的三项费用后，再加上投资收益是营业利润；营业利润加减营业外收支后是税前利润总额；税前利润总额扣除所得税后的余额，就是净利润。

成本和费用不是一个概念。费用主要包括销售费用、管理费用和财务费用等，指企业本期发生的，与产品的产量、产品的制造过程无直接关系，不能直接或间接归入营业成本，而是直接计入当期损益的各项费用。成本对应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



于原材料支出、厂房设备折旧以及车间工人人头费，与产品的产量、产品的制造过程有直接关系，产品生产得越多，成本就越多。

从财务的角度来看，毛利是利润的源泉。产品毛利率高，意味着成本在收入中的比例小，毛利就有一定保证。如果毛利小于费用，即毛利连费用都不能覆盖的话，就会出现亏损。产品毛利率高，同等收入下毛利就多，扣除三项费用等后，最终净利润也就越多。毛利率高的产品利润空间比较大，在价格战中也较易取得主动优势。

在财务分析中，毛利率是一个非常重要的财务指标，越高越好，一般至少要达到30%以上才可以，才有资格进入备选股票池。

普通制造型企业毛利率一般很难达到30%以上。目前中国共有大约1000万家企业，大约80%数量的企业毛利率不到30%。一般来讲，此类企业的三项费用合计在收入中的占比至少在20%以上，毛利和费用抵销后，利润率只有几个百分点而已。

在规模化生产的前提下，好的企业三项费用率可以压缩到20%以下。因此，只有维持30%以上的毛利率才可以达到10%以上的利润率水平。

在使用毛利率做财务分析时，要注意：一是要看标的企业是制造型企业还是服务型企业，服务型企业以提供服务为主，主要支出体现在三项费用方面，因此毛利率水平较高，要高于制造型企业。二是毛利率要优中选优，即不但要选择毛利率高的行业，还要在毛利率高的行业中选择毛利率较高的公司。三是要看毛利率的变化趋势，毛利率最好呈现不断持续扩大的趋势，最起码不能下降。

另外，有一个指标可以作为毛利率的补充指标，这个指标就是营业利润率，而且是扣除投资收益项目后的营业利润率。扣除投资收益项目后，可以排除非经常损益项目对企业业绩波动的影响。

扣除后的营业利润率 = 扣除后的营业利润/营业收入，扣除后的营业利润 = 毛利 – 经营费用 – 管理费用 – 财务费用。因此，扣除后的营业利润率 = 毛利率 – 三项费用率。

一般来讲，毛利率更适用于对生产型企业进行财务分析，因为生产型企业三项费用率一般低于30%，三项费用变化弹性相对较小，毛利率的高低很大程度上决定了企业的盈利水平。营业利润率更适用于对服务型企业进行财务分析，因为服务型企业的三项费用率一般高达30%以上，并且原材料占比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很小，成本主要由房产折旧和人员工资组成，成本变化弹性相对较小，所以，营业利润率水平决定了企业的盈利水平。

比如，上海家化2010—2012年3年间毛利率分别为54.8%、57.5%、55.0%；三项费用率分别为45.4%、45.3%、39.4%，费用率和成本率相差不大；扣除后的营业利润率分别为9.4%、12.2%、15.7%。三项费用中经营费用占比较高，3年间经营费用在营业收入中占比分别为34.8%、35.9%、31.0%，原因主要是上海家化在市场开发费用和品牌经营费用方面支出较多，这说明上海家化已不仅仅是一家制造型企业，而是一家和耐克或迪士尼公司商业模式相近的品牌营销、技术研发及商业创新企业。事实上，化妆品企业销售（经营）费用率普遍较高，如：美即面膜2012年销售费用率为54%，而上海家化的销售费用率与国内甚至国际行业相比并不高，说明家化在费用控制方面做得还是不错的。

再如，用友软件2010—2012年3年毛利率分别为82.6%、84.9%、84.1%；三项费用率分别为78.8%、77.4%、80.4%，费用率和成本率相差很大；扣除后的营业利润率分别为3.8%、7.5%、3.7%。三项费用中经营费用占比较高，3年间在营业收入中占比分别为45.6%、44.0%、45.7%。当然，用友软件管理费用占比也较高，分别为30.1%、28.4%、30.1%。用友软件的主要产品是ERP管理软件，营销支出和研发支出是企业的主要支出，因此虽然毛利率非常高，但是利润率却不高。

还有华谊兄弟，其2010—2012年3年毛利率分别为47.2%、57.8%、50.6%；三项费用率分别为30.2%、30.4%、32.3%；扣除后的营业利润率分别为17.0%、27.4%、18.3%。3年间经营费用在营业收入中占比分别为21.7%、17.2%、20.3%，这主要是由于中国电影市场竞争非常激烈，新片营销推广的力度在很大程度上决定着影片是否卖座，这使得华谊兄弟销售费用支出较多。

还有一种情况，企业毛利率虽然不是很高，但是企业盈利水平却较高，这一般是由于投资收益的贡献所造成的。比如，中新药业2012年毛利率为34.9%，营业利润率却高达约11%，原因就在于包括合资企业中美史克在内的下属企业所贡献的约2.8亿元的投资收益大大提升了母公司业绩水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





高毛利率消费品分布

在此选取轻工业消费品为研究对象，其他诸如信息技术行业、创意设计行业和餐饮行业虽然毛利率也较高，但属于服务业范畴，期间费用率较高，不在本文讨论范围之内。

一般来讲，一件商品，消费者愿意接受其70%以上的毛利率，基本上算是奢侈品或准奢侈品；愿意接受其30%～70%的毛利率，可以称之为品牌产品；愿意接受其10%～30%的毛利率，则是普通商品；如果只有不超过10%的毛利率，还要讨价还价，那就是地摊货。

毛利率较高的消费品主要分布在以下几大类中。

第一大类是服饰箱包类奢侈品。根据贝恩公司2012年年底发布的《全球奢侈品市场研究报告》，2012年中国人奢侈品消费总额达约3060亿元。中国消费者购买了全球约四分之一的奢侈品，中国人已成为全球第一的奢侈品消费群体，其中在海外的奢侈品支出占中国消费者奢侈品总支出的60%以上。据报道，2011年全欧洲三分之一的奢侈品是被中国游客购买的。2012年前，中国奢侈品消费年增速约为30%。

2012年前，中国市场奢侈品价格每年以约10%左右的增幅上涨，不过价格越贵，买的人越多，购买力非但不受影响，反而越来越旺。与其他消费品不同，奢侈品定价采取的并非是成本定价法，而是价值定价法。这种定价办法使需求市场始终处于半饥饿状态，以维持高高在上的价格。

其实，奢侈品在中国的卖点不是产品本身或者附带功能，也不是性价比，而是一种所谓的“感觉”——奢侈品向中国消费者推销的是一种生活态度和生活方式，一些购买奢侈品的中国消费者需要通过奢侈品来彰显自己的社会地位和层次，即所称的“凡勃伦效应”。该效应最早由美国经济学家凡勃伦注意到，并以此命名，即商品价格定得越高，越能受到消费者的青睐，消费倾向越强。

国内大型商业中心为了提升商场形象，不惜以免租金的方式招徕高端奢侈品品牌入驻。在销售提成比例上让步很多，提成扣点很低，甚至只有1～3个百分点，而其他普通产品可能要10～30个扣点，甚至30个以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转型中的中国，出现了一些离奇但又“存在即是合理的”现象：部分高收入者为了显示自己的品位购买炫耀性奢侈品；中低收入者为了所谓“面子”，省吃俭用，购买奢侈品作为心理补偿；“办事者”为了顺利成事不得已购买奢侈品送人。

在这种情况下，奢侈品的高价策略屡试不爽，毛利率非常高，一般在60%以上。比如LV毛利率约为60%，PRADA约为70%。在意大利，一套普通Zegna西装只要五六千元，但在中国却动辄两万元。星巴克在国外本属于平民品牌，进入中国后却摇身一变成了大众追捧的高端品牌，一杯咖啡在美国售价约折合人民币10多元，在中国却卖20多元甚至30多元；哈根达斯在美国超市每斤售价折合人民币才50元，但在中国单粒售价却超过30元。

下面来举例说明奢侈品的毛利空间有多大：时代皮具（时代集团控股，公司自有品牌TUSCAN'S）是港股上市公司，是一家奢侈品代工企业，业务主要是为奢侈品品牌代工制造手袋、小皮具及旅行用品等，意大利品牌普拉达（Prada）、美国品牌Michael Kors、蔻驰（Coach）、Fossil以及Locaste都是其重要客户。

2012年，时代皮具为奢侈品品牌代工生产成本每件平均约为170元，出售给品牌方的价格为平均每件约为220元，毛利约为50元，毛利率约为22%。也就是说，就一个代工皮包而言，时代皮具大约只能赚取50元毛利，还有更多名不见经传的小代工工厂或许只能赚20~30元。而一个奢侈品皮包市场售价动辄上万元，毛利达几千元，是代工企业的近百倍。

目前中国服饰箱包类奢侈品市场基本被洋品牌垄断，主要来自美国以及欧洲的意大利、法国和英国等。此类个股港股中有Prada（普拉达）、Samsonite（新秀丽）、Ports（宝姿）等，本土企业上市的不多，A股中有定位于高端女装的郎姿股份等。

服饰类产品还不是完全意义上的快消品，只具有部分快消品属性。此类公司仅供参考，投资者不必太多关注。

第二大类是医药保健类产品。医药保健类产品，包括中药产品和西药产品，毛利率一般在30%~80%之间。西药产品前期研发成本非常高，中国本土西药企业量级与国际跨国巨头相差几十倍，在新药的研发实力方面无法与之抗衡，因此，中国西药企业主要做仿制药。另外，西药成分和药理作用十分复杂，远远超出普通投资者的专业理解范围，根据不熟不做的原则，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者不必在西药企业上花费太多精力。如果要配置的话，持仓比例要尽量低一些。作为中华国粹和中国文化组成部分的中药及中药保健品，应该是投资者重点关注的对象。

有专家对中医与西医的区别是这样描述的：西医所称的病，大多数是取决于病原体，或者就某种特殊病变的病灶而命名，或者就生理上的某种特殊变化而命名。总之，西医的病名，必取决于物理诊断和实验诊断，是比较具体的。中医的病，或以病因的性质而命名，或以突出的症状而命名，或从病机的所在而命名，虽然比较抽象，但它却往往能从整体观出发，局限性比较少。

一般来讲，西医治病依据严谨的理论和实证基础，虽然服药后很快见效，但反复服用则会产生抗药性，致使药效降低，甚至完全无效。中医融合了包括《易经》在内的中国哲学思想，不是简单地头痛医头，脚痛医脚，而是从辩证和因果转化的角度来对症施药，是天人合一的自然和生命系统观的体现。同时，中医不像西医那样有很完整的实证分析和理化分析，中医主要凭借长期而丰富的经验判断和应用检验，是一种相对缓和的疗法，副作用较小，从人体系统观的角度来看医疗效果相对更佳。

中药医术大致有三种境界：第一种境界是看山是山，看水是水；第二种境界是看山不是山，看水不是水；第三种境界是看山还是山，看水还是水。中医中药的三种境界和王国维《人间词话》中的三种境界有相同之处：王国维说，古今之成大事业、大学问者，必经过三种之境界。“昨夜西风凋碧树，独上高楼，望尽天涯路”，此第一境也；“衣带渐宽终不悔，为伊消得人憔悴”，此第二境也；“众里寻他千百度，蓦然回首，那人却在灯火阑珊处”，此第三境也。

其实，引申开来，做人也有三种境界：第一种是把自己当别人；第二种是把别人当自己；第三种是把自己当自己，把别人当别人。

目前中国证券市场中有很多质地不错的传统老字号中医药企业，前文已经有所罗列，在此不赘述。做中药企业投资时，不但要关注产品本身的性状，还要关注中药稀有原材料的供给状况。目前我国含麝香、豹骨、羚羊角、穿山甲、熊胆、稀有蛇类、牛黄等珍稀濒危药用资源成分的中成药品种大约有六七百种，生产厂家近千家。上述原材料涵盖知名药品主要包括安宫牛黄丸、麝香保心丸、清开灵、六神丸等。部分珍稀物种如老虎、犀牛已禁止贸易，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麝香、羚羊角、穿山甲、黑熊、蛇类等物种野外资源正在减少并枯竭，对中医药产业的发展带来一定的负面影响。当然，已经有公司意识到这个问题的严重性，并开始向产业的上游布局，如东阿阿胶自建驴养殖牧场，片仔癀自建麝养殖牧场等。投资者选股时要把握好这个影响因素，把风险控制在一定范围内。

另外，顺便简单介绍一下中国保健品公司毛利率情况。中国保健品公司主要是营销型公司，比较典型的是脑白金，目前脑白金年销售收入约 10 亿元，属于第一阵营。农夫山泉母公司养生堂也有一些诸如龟鳖丸、成长快乐、成人维生素等保健品。

上市公司中，汤臣倍健属于第一阵营，主要经营营养补充剂，年收入约为 10 亿元，利润约为 3 亿元，利润率较高，2012 年毛利率约为 63%。江中药业保健品主要是初元和参灵草，2012 年保健品分项收入约为 7.1 亿元，毛利率约为 71%。三精制药保健品主要是葡萄糖酸锌（葡萄糖酸锌是健字号，属于保健品；葡萄糖酸钙是准字号，属于 OTC 药），2012 年保健品分项收入约为 7 亿元，毛利率约为 80%。交大昂立保健品主要是昂立口服液和天然元营养补充剂，2012 年保健品分项收入约为 3 亿元，毛利率约为 71%。紫光古汉保健品主要是古汉养生精，2012 年保健品分项收入约为 2.7 亿元，毛利率约为 65%。健康元保健品包括太太口服液、静心口服液、鹰牌花旗参等，2012 年保健品分项收入约为 2.4 亿元，毛利率约为 74%。

港股中瑞年国际保健品主要为氨基酸片、氨基酸口服液、蛋白质粉等，2012 年保健品收入约不超过 8 亿元，毛利率约 70%。

第三大类是酒类产品。中国品牌白酒上市公司毛利率约在 60% ~70% 之间，最高的是茅台，毛利率高达 90% 以上。在全部 2000 多家上市公司中，白酒类公司应该是毛利率最高的一个板块。另外，葡萄酒公司毛利率也较高，一般在 50% ~60% 以上，最高的是张裕，可以达到 75% 左右。

数据显示，浓香型白酒在总体白酒市场的份额达 70% 左右，以五粮液、洋河、泸州老窖、剑南春、古井贡、水井坊、沱牌舍得等为典型代表；酱香型白酒虽然在产量上份额不高，约为 0.4%，却占据了总体市场 15% 以上的销售额和 30% 以上的利润，以茅台为典型代表；清香型白酒的市场份额约为 12%，以汾酒为典型代表，中国台湾地区的高粱酒种主要也是清香型。

白酒产量在 1996 年曾创阶段历史高峰，达到约 810 万吨。1998 年受山西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



朔州假酒案和亚洲金融危机影响，白酒产量开始一路下滑。2005 年白酒产量开始恢复性增长，增长速度很快，到 2010 年达到 890 万吨，2011 年超过 1000 万吨。

2011 年和 2012 年是中国白酒行业的并购年，主要有：中国国际金融投资有限公司等机构投资浏阳河酒业；联想整合了湖南武陵、孔府家酒、河北乾隆醉和安徽迎驾酒，并与安徽文王贡酒、稻花香等进行接触，准备组建一个“联想酒集团”；华泽收购了陕西太白、贵州珍酒；海航集团收购了贵州怀酒厂。就连茅台集团未来长期规划中也有意收购若干个名优白酒品牌，以组建“大茅台集团”。据初步统计，国内已有超过三成的白酒品牌引入外来资本。

一般来讲，酒类上市公司的毛利率是与其品牌知名度成正比的。越高端的酒，尤其是历史上曾被评上过国家名酒称号的酒，毛利率越高。历史上曾有过 5 次全国范围内的权威性国家名酒评比活动，共评出几十种国家名酒，可以预见，在接下来 50 ~ 100 年内能继续在中国引领风骚的酒是出不了这个大名单的。下面就把历届评酒会及所评各种名酒的大致情况简单介绍一下。

第一届：1952 年在北京举行，白酒评出四大名酒，其中——

白酒：贵州茅台、山西汾酒、陕西西凤酒、四川泸州老窖特曲，简称“老四大名酒”。

黄酒一种：浙江绍兴酒。

葡萄酒两种：山东烟台味美思、烟台红葡萄酒。

果露酒一种：烟台金奖白兰地。

第二届：1963 年在北京举行，主持单位是国家轻工业部和原食品工业部食品工业局。这次的评酒按混合编组大排队的办法进行品评，参评产品采取密码编号、分组淘汰的办法，白酒共评出八大名酒，其中——

白酒：茅台酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、西凤酒、汾酒、董酒，简称“老八大名酒”。

黄酒两种：浙江绍兴加饭酒、福建龙岩沉缸酒。

葡萄酒四种：北京夜玫瑰葡萄酒、山东味美思、山东白葡萄酒、北京夜光杯中国红葡萄酒。

果露酒三种：山东金奖白兰地、北京特制白兰地、山西竹叶青。

啤酒一种：青岛啤酒。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三届：1979 年在大连举行，由国家轻工业部主持。制定了系统的评酒理论标准：一是按香型、生产工艺和糖化剂并按大曲酱香、浓香和清香，麸曲酱香、浓香和清香，以及米香等香型分别进行评比；二是确立了按酒的色泽 10 分、香气 25 分、口味 50 分、风格 15 分各权重进行综合考核打分；三是产品密码编号，上届名酒不参加初评，复评时作为种子酒分别编在各小组进行品评。本届白酒共评出八种名酒，其中——

白酒：茅台、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲，简称“八大名酒”。

葡萄酒四种：烟台红葡萄酒、北京中国红葡萄酒、河北沙城白葡萄酒、河南民权白葡萄酒。

黄酒两种：浙江绍兴加饭酒、福建龙岩沉缸酒。

果露酒三种：烟台味美思、烟台金奖白兰地、山西竹叶青。

啤酒一种：青岛啤酒。

第四届：1984 年在太原举行。由于参加评比的酒较多，因此分三次举行。第一次是 1983 年 6 月召开的，评选葡萄酒和黄酒；第二次是 1984 年 5 月召开的，评选白酒；第三次是 1985 年 5 月召开的，评选啤酒、果酒和配制酒。白酒共评出十三种名酒，其中——

白酒：茅台、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒，简称“老十三名优酒”。

啤酒：青岛啤酒、北京特制啤酒（丰收牌，北京啤酒厂）。

黄酒：绍兴加饭酒（塔牌，绍兴酿酒总厂）、沉缸酒（新罗泉牌，福建龙岩酒厂）。

葡萄酒类：烟台红葡萄酒（葵花牌，张裕公司）、中国红葡萄酒（丰收牌，北京东郊葡萄酒厂）、烟台味美思（葵花牌，张裕公司）、干白葡萄酒（长城牌，河北沙城长城葡萄酒公司）、半干白葡萄酒（王朝牌，天津中法合营葡萄酒公司）。

配制酒类：金奖白兰地（葵花牌，张裕公司）、竹叶青（山西杏花村汾酒厂）、园林青酒（园林青牌，湖北园林青酒厂）。

第五届：1989 年在合肥举行，由中国食品工业协会主持。评酒标准里香型分为酱香、清香、浓香、米香、其他香型 5 类。酒度分为 40 ~ 55 度、40 度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以下两档。糖化剂分为大曲、麸曲和小曲 3 种。第五届只评选白酒，其他酒类未评，评出 17 种国家名酒。只要是在前四届有入选过的白酒，全部入选第五届国家名酒。

本届共评出十七种名酒：茅台、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒，简称“十七大名酒”，荣获国家名酒金质奖。

本届国家优质酒银质奖 53 名，其中，有一些已经销声匿迹了，有一些沦落为偏隅一方的地方酒企。但是有一些品牌，诸如浏阳河、双沟、洋河、口子酒、习酒、太白酒、孔府家酒、四特酒、杜康酒、珍酒等，逐步发展为全国品牌，整体上来看经营状况还不错，个别品牌做得还比较出色。

从以上国家名酒名单可以看出，只有四种品牌的酒在全部五届评比中都榜上有名（第五届没有评比黄酒和葡萄酒），分别是茅台、汾酒、泸州老窖和张裕。从这个角度来说，在中国名酒中，茅台、汾酒、泸州老窖和张裕最有代表资格。

A 股酒类上市公司约 20 多家，统计发现，近 10 年来涨幅最大的前几只股票恰好是这四只国宝级酒。比如，10 年间，茅台涨幅近 30 倍，泸州老窖近 30 倍，汾酒 10 多倍，张裕 20 多倍，整体上已经远远超越了“10 年 10 倍股”的表现。

这种现象不是巧合，是其内在品质和文化内涵历年积淀、厚积薄发的结果，也是产品核心竞争力的集中表现。更为可贵的是，这种核心竞争力几乎是不可复制的，构成了强大的经营护城河。

进一步讲，如果在上述品牌酒股票中采取轮换操作：假设一个投资者在 2005 年年初拿出 100 万元投资茅台，2007 年年底卖出，资金可以增值到约 1500 万元；如果在 2008 年年初继续买进山西汾酒，在 2012 年年底卖出，资金可以继续增值到约 3500 万元。8 年间，本金上涨约 35 倍。

近年来，全国级的评酒会举办较少。2011 年，贵州举行“贵州十大名酒”评选活动，在当地政府的规划下，评选出来的“贵州十大名酒”将与茅台酒以“10＋1”贵州白酒品牌的整体形象向外宣传推介。据悉，3 年内，贵州省财政将每年投入 1 亿元支持获得“贵州十大名酒”的企业开展技改和品牌宣传。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评选出的“贵州十大名酒”是：贵州茅台酒厂（集团）习酒公司“习酒牌”习酒、贵州青酒集团“青溪牌”青酒、贵州省仁怀市茅台镇糊涂酒业公司“百年糊涂牌”百年糊涂酒、贵州酒中酒（集团）“本强牌”酒中酒霸酒、贵州醇酒厂“南盘江牌”贵州醇、贵州国台酒业集团“国台酒”、贵州金沙窖酒酒业公司“金沙牌”金沙回沙酒、贵州茅台酒股份公司“茅台王子牌”茅台王子酒、贵州董酒股份公司“董字牌”董酒、贵州鸭溪酒业公司“鸭溪牌”鸭溪窖酒。

高端白酒与奢侈品一样，具有稀缺性、历史性、文化性、地域性、炫耀性、时代性等几大特征。在中国，高档白酒约占白酒总产量的1.2%；在高档白酒中，贵州茅台和五粮液两大品牌就占据了约75%的份额，而两家的利润更是占到了白酒行业的半壁江山。

近年来高档白酒价格一路攀升，高档白酒大幅上涨有其特殊性：第一是高档白酒产量限制。茅台的生产周期需要5~6年，而五粮液每10吨中低档酒中才可以配套生产1吨高档白酒，高档白酒的工艺决定了产量不可能大规模提高。第二是随着经济的发展，人们收入逐步提高，消费升级特征明显。中国人的“人情文化”特别发达，在人际交往中，特别是前几年在与公务有关的消费刺激下，高档白酒的需求增长较其他品种更快，高档白酒供不应求的缺口拉大。

总起来看，高档白酒较中低档白酒更有长期投资价值。

国际上主要有三大酒商，旗下各自拥有响当当的品牌。

首先是帝亚吉欧（Diageo），帝亚吉欧来自英国，分别在纽约和伦敦交易所上市，是全球最大的洋酒公司，也是世界五百强公司。帝亚吉欧占据全球近1/3洋酒市场，拥有全球100个顶级酒类品牌中的17个，横跨蒸馏酒、葡萄酒和啤酒三大类。旗下品牌有Smirnoff伏特加、Johnnie Walker尊尼获加威士忌、Baileys百利甜酒、Captain Morgan摩根船长朗姆酒、Guinness黑啤、水井坊等。帝亚吉欧2012年销售额约170亿美元，2012年底市盈率约15倍，市值约700亿美元（约为茅台市值的2倍多）。帝亚吉欧毛利率约为60%。

其次是保乐力加。保乐力加集团由法国两家最大的酒类公司，保乐公司（成立于1805年）和力加公司（成立于1932年）于1975年合并而成，年销售收入约为100亿美元，市值约为230亿美元。旗下品牌包括Ballantine百龄坛、Chivas Regal芝华士、Havana Club哈瓦那俱乐部、Martell马爹利、Glen-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



livet 格兰威特等。保乐力加毛利率约为 60%。

最后是美国百富门公司。百富门公司（Brown Forman）成立于 1870 年，是美国最大的酒业公司，年销售收入约为 30 多亿美元，市值约为 120 亿美元，旗下品牌有杰克丹尼、轩尼诗、人头马、路易十三等。百富门毛利率约在 50% 以上。

另外，LV 集团下也有一些知名酒类品牌，包括酩悦香槟等。

第四大类是饮料。主要是软饮料，即不含酒精，以及酒精含量非常少的饮料（如百加得冰锐朗姆酒，酒精含量约 5%，销售对象主要是女性）。饮料行业毛利率至少在 30% 以上，有些产品高达 50% 以上。比如：西藏 5100 矿泉水毛利率高达 80% 以上；娃哈哈的营养快线毛利率至少在 50% 以上；王老吉凉茶毛利率约为 50%；汇源果汁毛利率约为 40%；维他奶毛利率约为 50%；康师傅饮料系列和统一饮料系列毛利率在 30% 左右；旺旺饮料毛利率约为 35%；露露杏仁露毛利率约为 40%；红牛饮料和启力饮料属于功能性饮料，难以查到公开数据，估计至少在 50% 以上。

国际饮料公司巨头主要是可口可乐和百事可乐。2011 年，可口可乐收入约为 465 亿美元，百事可乐约为 665 亿美元；可口可乐净利润约为 86 亿美元，百事可乐约为 64 亿美元。毛利率可口可乐约为 60%，百事可乐约为 55%，可口可乐高于百事可乐，这也是可口可乐 2011 年盈利超过百事可乐的主要原因。

第五大类是日化用品。中国本土企业已上市的日化类公司数量不多，规模较大的是上海家化、青蛙王子和美即面膜。上海家化是中国最大的日化企业，综合毛利率约为 55%，某些高端产品如佰草集、高夫等，毛利率会更高，可以达到 60% ~70% 以上。旗下双妹品牌产品毛利率最高，双妹系列包括化妆品、服饰用品和珠宝装饰品，定位于中国本土高品质奢侈品。

相宜本草是本土近年来发展较快的化妆品品牌，主打药妆概念牌。相宜本草还未上市，但是招股说明书显示：2009 年、2010 年、2011 年，毛利率分别约为 79%、80%、80%，大大高于同行业平均水平；2009 年、2010 年、2011 年，相宜本草实现营业收入分别约为 3.77 亿元、7.50 亿元、13.35 亿元；净利润分别约为 5222 万元、11610 万元和 13453 万元；扣除非经常性损益后，净利润分别约为 4708 万元、10726 万元和 19571 万元，扣除非经常损益后的加权平均净资产收益率分别约为 34%、55%、69%。业绩增速远远高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于同行业其他企业，是中国本土化妆品企业后起之秀。

港交所上市企业美即控股是中国本土企业，美即面膜是中国面膜市场第一品牌。根据 AC 尼尔森报告，2012 年美即品牌在中国面膜市场的份额为 26.4%。2012 年，美即控股主营收入为 15.4 亿港元，同比增幅 29%；毛利率高达 77%，净利润 2.14 亿港元，净利率为 14%。

港交所另一外资化妆品企业是来自法国普罗旺斯的护肤品牌欧舒丹（L'OCCITANE）。2009 财年至 2013 财年欧舒丹连续 5 年毛利率维持在 80% 以上，分别为 80.4%、81.2%、82.5%、82.7% 和 82.0%。欧舒丹约 50% 的收入来自亚洲地区，尤其以俄罗斯、日本及中国内地市场表现最佳，来自中国市场的收入约占全球收入的 1/5。

以上毛利率较高的服饰类奢侈品、医药保健、酒类、饮料和日化用品五大类产品中，医企和酒企上市公司可选标的较多，其他类产品上市公司不多。

一个医药（其实饮料中的凉茶和植物药妆也属于中药的范畴），一个酒，这两大板块最容易诞生 10 年 10 倍股。中药和酒是最能代表中国文化精髓的两大元素，只有民族的才是世界的，21 世纪将是中国的世纪，届时会有一大批中国品牌成为世界品牌，也会有一批企业成为国际跨国公司。



提升毛利率的途径

简单来讲，提升毛利率无非是两种途径，一是努力降低成本，二是提高产品售价。

先说降低成本的办法。产品成本主要分为原材料成本和人工成本。一般来讲，原材料毕竟是人造品，随着科技的发展和生产效率的提高，相对成本总是逐步下降的（即低于社会平均物价涨幅），部分原材料绝对成本甚至还可以下降。

然而，人工成本非但不会降低，还会上升。尤其是在国民收入倍增计划下，人力资源价格上涨幅度不仅要大于物价上涨幅度（否则实际生活水平是下降的），还要高于经济增长的幅度。事实上，每年初春中国各地出现的“民工荒”现象也表明廉价劳动力无限供应的年代已经结束了。今后，试图通过压低员工收入，靠廉价劳动力来拼成本、抢市场的做法已不再可行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据显示，截至2008年年底，中国老年人口增至1.69亿，占总人口的12.79%，并正以年均近1000万的幅度增加。预计到2020年，60岁以上老年人口将达到2.34亿人，比重从2000年的9.9%增长到16.0%；到21世纪40年代后期将形成老龄人口高峰平台，60岁以上老年人口将达4.3亿人，比重达30%。

预计在2017年、2018年，中国总的劳动年龄人口将出现负增长。目前中国20~59岁的人口相对60岁以上的人口，比例是5:1，预计到2030年这一比例会下降到2:1，即未来十多年，中国将由每五个劳动年龄人口支持一个退休人员，降至每两个劳动年龄人口支持一个退休人员。

人口红利期可以根据总抚养比计算得出，当非劳动年龄人口（0~14岁的少儿与65岁以上老人）与劳动年龄人口（15~64岁）之比低于50%的时候，一个社会进入人口红利窗口期，在此期间，同量投资可以带来更大收益；当总抚养比高于60%的时候，则进入人口负债期，劳动力比例的减少将制约经济的增长。

为此，有观点认为中国劳动力不足时代即将来临，刘易斯拐点已经到来，人口红利的减少将拖累和制约经济的增长，未来中国经济令人担忧。

上述观点有失偏颇。其实，决定经济增长的最终因素并不是人口的状况。非洲很多国家劳动力资源非常丰富，总抚养比和人均收入也较低，劳动力资源价格比较优势很明显，但是，这并不意味着这些国家的经济一定会高速增长。

人力资源和其他资源一样，其优劣多寡不是经济增长的决定因素，恰如营养的好坏不是孩子健康的决定因素，武器的优劣不是战争胜负的决定因素一样。

况且，年龄的大小也不是劳动力创新能力和劳动效率的决定因素。有的岗位是需要体力的重复劳动，或者是仅需要简单技巧的流水线工作，年轻人做起来更得心应手一些，目前中国在国际产业链上的产出主要由这些劳动构成；有的岗位需要经验和综合知识技能，年龄大的人做起来就比较有优势，比如医疗、金融投资、行政管理和科学研究等岗位，而且，这些岗位技术含量高，生产效率更高一些，可以创造更多财富，具有更好的社会效应。

据预测，2030—2050年，中国60~64岁的人口始终在1亿以上，这一期间如果真出现了所谓劳动力的短缺，只要将退休年龄提高1岁，当年所涉及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的劳动力将达到2000万，5年将达1亿。

由于健康水平的日渐提高和脑力劳动的普及，未来劳动力的概念恐怕要好好修正一下了。况且，退休人员及老年人不只是被赡养者，他们有日常消费和投资，有较高的储蓄来增加社会积累资本，他们不是社会的负担，恰恰相反，事实上，他们是社会继续发展和进步的动力。

据统计，目前中国人口平均年龄大约为34.2岁，预计10年后中国人口平均年龄将达37多岁，而1990年的日本人口平均年龄为37.4岁，此前日本曾有过一段较长的高速发展期。

这个世界从来就不缺少人才，缺少的是发现人才的伯乐，以及健全的挖掘、培养和使用人才的制度。

中国和美国在自然资源、科技、创新制度等诸多方面存在很大差距，但是最大的差距恐怕是在教育方面。改革开放后，中国教育支出绝大多数年份始终没有超过GDP的2.5%。最新消息是2012年度这一比例首次超过4%，按照2012年GDP约50万亿计算，总额约为2万亿（之前一直维持在1万亿以下），相当于3200亿美元。

美国教育支出始终占GDP的6%以上，总额约为1万亿美元，是中国的3倍多，人均教育投入则是中国的15倍。全球50名最好的大学里，美国有约30多所；过去几十年，美国大学造就了全球90%的诺贝尔奖得主。而中国最好的几所大学如北大、清华、复旦、交大等却长期排在50名之后。

从总量上看，中国教育投入严重不足；从结构上看，中国教育资源严重失衡而且不公平，浪费和短缺现象共存。具体表现为以下几个方面。

数据显示，2007年中国劳动年龄人口平均受教育年限为8.7年（农村劳动力的受教育年限在8年左右），2012年这个数字上升到9.5年左右。而在发达国家，平均受教育年限在14年左右。

目前，在中国39所“985”高校、112所“211”高校等优质高等教育资源中，中西部地区省份一般只有2~3所，有的省区甚至只有1所。

从国家经济区内“985”高校的分布来看：环渤海经济圈14所，长江三角洲7所，拥有近1亿人口的中原经济区却没有“985”院校，仅有1所“211”院校。以2012年为例，河南每万人中只有约0.76人拥有进入“985”高校的资格；北京大学在河南共招生60人，平均每1.4万人才拥有一个指标，而北京考生这一比例是河南的40多倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国多数重点科研机构的布局也不合理，表现为中西部地区总量偏少。以中国科学院为例，在北京、上海、武汉、广州四个城市中，有中科院系统研究所 71 个；而中西部地区的河南、内蒙古、宁夏、贵州四个省份中，却一个也没有。

除了优质高等教育资源分布，中国教育资源的不公平也体现在重点学科的评比上。目前，国家重点学科多分布在北京及东部沿海等城市，如截至 2007 年，中国共组织了三次国家重点学科的评选工作，共评选出全国 286 个一级学科国家重点学科、677 个二级学科国家重点学科、217 个国家重点（培育）学科。其中，一级学科仅北京高校就有 88 个，占全国的约 31%。沿海地区有 190 个，占全国的约 66%；中西部地区仅有 97 个，仅占全国的约 34%。二级学科仅北京高校就有 118 个，沿海地区有 389 个，中西部地区仅有 288 个。

总体来看，中国教育资源在东部沿海地区分布密集，略显过剩；在中西部地区稀少，严重不足。

在人口综合素质和人才结构方面，目前重视学历而忽视技能的教育体制已经与实际市场需求脱节。比如，目前大学毕业生由于缺乏实践技能和经验，工作越来越难找。原因在于，按照目前城镇每年新增就业岗位 1000 万个计算，传统白领岗位仅 1/4 左右，2013 年的高校毕业生约为 700 万人，因此将有约 450 万左右不能进入白领岗位。

据报道，2013 年 5 月初，北京地区高校应届毕业生就业签约率不足 30%；而且，不止北京，上海、广东也只有 20% ~30%。毕业生们抱怨用人单位只招有工作经验的人，以诸葛亮出山时也没带过兵来调侃自己；其实，别说诸葛亮，就算打过仗的张良，在目前的用人体制下都难以找到好工作。对于毕业生来讲，2013 年或许成为史上最难就业年。

用工荒与大学生找工作难现象并存，这是在落后的中国人才培养体制下，人力资源供应结构失衡的必然表现。

有学者曾对中国 3000 多个村庄进行调研，发现目前已有 2.5 亿农村剩余劳动力转移到城市，约占农村劳动力总数的 50%。这些转移的劳动力过去是脸朝土地背朝天的农业劳动者，劳动效率极低，只能勉强养活自己。受制于低水平的劳动力素质，中国很长一段时期只能靠加工廉价的、劳动力密集型的产品大量出口世界，以赚取微薄的利润。而这些从农村转移过来的劳动力，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及未来将转移的劳动力，总数可达几亿，远远超过美国人口总数。如果能在城市中接受良好的教育和技能培训，由于起点很低，其劳动效率的提升会很可观，对经济增长和社会发展所做的增量贡献会很大。

事实上，中国大量农村剩余劳动力处于失业状态或者半失业状态，这是一种严重的浪费，是比所谓的产能过剩更大的浪费。目前，中国劳动力总数约为9亿，其中农业劳动力达5亿，40~50岁的城镇待岗者估计约为5000万，剩余劳动力估计超过1亿。由于教育和培训不到位，以及劳动法规和制度、户籍制度等方面的问题导致企业采取只利用劳动者生命中最年轻阶段的用工方式，城乡大量中年及以上劳动力被排斥在就业对象之外。

人力资本的不足和人力资源的浪费两种现象并存，这是中国人力资源市场的人为怪象。如果能进一步普及教育、提高教育质量和水平、完善人才体制、优化教育结构和供给，则可以全面提升中国人力资源素质，企业也可以更容易以更低廉的价格找到更合适的员工，自然可以进一步降低产品成本。

提升毛利率的另外一种途径是提高产品售价。提高产品售价比降低成本还要难。道理很简单，客户或消费者要比供货商或员工更得罪不起。但是，如果一个企业有能力通过涨价来消化成本上涨压力，则表明其具有一定投资价值。但是，这样的企业属于凤毛麟角，工业品企业中几乎找不到这样的企业，有的话也只是昙花一现，维持不了多久，比如烟台万华、莱宝高科、海普瑞等。此类企业集中出现在消费品企业中，尤其是在拥有强势品牌和稀缺资源的快消品企业中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章
财务投资标准2　市盈率小于30倍



PE要“倒”着看

按照传统定义，市盈率（PE）指股票的价格和每股收益的比率。市盈率分静态市盈率和动态市盈率，静态市盈率是现在的股价与上年度每股收益的比率，动态市盈率是现在的股价与本年预计每股收益的比率。比如，一只股票股价12元，如果去年每股收益1元，那么静态市盈率就是12倍；如果预计今年每股收益为1.2元，那么动态市盈率就是10倍。

投资者在股票行情软件看到的市盈率既不是静态市盈率，也不是动态市盈率，而是“模拟市盈率”，很有可能失真，仅能做参考。“模拟市盈率”指简单根据已经公布的季度报告数据，按照本年度剩余季度的多少同比例扩大而换算成的市盈率。

比如，如果年度一季报公布，就简单乘以四得出全年数据；如果半年报公布，就简单乘以二。事实上，企业每个季度的收入和盈利是不规则的，因此这种简单推算非常不严谨，有一定程度失真。

有两种替代办法：一是从最新季度数据开始往前倒推4个季度，以这4个季度的数据来计算市盈率，算出来的是静态市盈率；二是根据最新季报数据模拟计算本年同比盈利增幅，以盈利增幅来修正静态市盈率，算出来的是动态市盈率。

此外，在估计市盈率时，要注意非经常损益项目对盈利的影响。公司盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利主要分为两部分，一个是经常项目损益，一个是非经常项目损益。经常项目损益指的是正常产品或服务项目的损益；非经常项目损益简单地说就是偶然性的、一次性的损益项目，如卖资产或卖股权的损益。估计市盈率时要剔除掉非经常项目损益因素，才能真实反映企业市盈率水平。

市盈率的内涵也比较容易理解。顾名思义，市盈率是股价/每股盈利，打比方说，一只母鸡市价 10 元（股价），每年下一个蛋，如果鸡蛋售价 1 元（每股收益），市盈率就是 10 倍；如果鸡蛋售价是 0.5 元，市盈率就是 20 倍。

市盈率 10 倍意味着在股价不变的情况下，收回投资要用 10 年时间，市盈率 20 倍意味收回投资要用 20 年时间。不过这种说法是伪命题。事实上，股价不可能不变，没有人买股票靠分红来收回投资，绝大部分人是靠买卖价差来赚钱的。

由此可见，衡量股票贵不贵的指标并不是股价的高低，而应是市盈率的大小。比如说一个股价 100 元、年度盈利 10 元的企业，和一个股价 10 元、年度盈利 1 元的企业，股价贵贱本质上是一样的，前者并不比后者贵 10 倍。把前者的股本拆细扩大 10 倍，或者把后者的股本合并缩小 10 倍，二者股价就一模一样了，但是企业经营面却没有丝毫变化。

因此，一个股价近 200 元的股票，如果市盈率只有 10 倍，那么其实挺便宜（比如 2013 年的茅台）；另一个股价只有 2 元，市盈率却高达 100 倍以上的企业（比如 2013 年的河北钢铁），其实很贵，要比前者贵 10 倍。做股票不要被股价数字所迷惑，事实上，一些白马股股价往往很高，令普通投资者望而却步，反而让机构投资者捡了便宜。

市盈率是应用最广泛，同时也是最重要的估值指标，其含义并不复杂，但是很多投资者却不太关注这个指标，原因主要有两点：一是大多数投资者不懂财务，会计报表形同天书，没有人有耐心去学习会计，更不会去做财务分析；二是大多数投资者是靠博取短期交易差价来赚钱，并不是通过分享企业内生性收益增长来取得投资回报，他们在意的不是市盈率的高低，而是股价第二天的涨跌。

因此，在这种荒唐理念下，2013 年年中的白酒和银行板块市盈率甚至低到只有 5 ~ 10 倍左右，却无人问津，很多投资者不但不逢低建仓，反而割肉离场，其做法很值得反思。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其实，有一个办法可以让大家更好地理解市盈率，理解了才谈得上运用——把 PE 翻个跟头，即把市盈率的倒数作为估值参考指标。市盈率的倒数，即盈利/市价，就是投资回报率。这个指标一目了然，易于理解，易于接受。其实，会计指标之间存在勾稽对应关系，用净资产收益率除以市净率得出的就是这个指标。

如此一换，在股票行情软件里，以往市盈率一栏所显示的“5”则变成“20%”，“10”则变成“10%”，“30”则变成“3.3%”；意味 5 倍市盈率对应 20% 的投资回报率，10 倍市盈率对应 10% 的投资回报率，30 倍市盈率对应 3.3% 的投资回报率。市盈率越高对应投资回报率越低，这可以在一定程度上提示投资风险，抑制追高行为，防止在高位被套牢。

有投资者很关注市净率，不太关注市盈率，他们认为购买实实在在的资产才放心。其实，市盈率的重要性要远远大于市净率。市净率指标主要是从企业净资产和会计账面价值的角度来评价投资价值，但是，投资者购买股票的目的并不是为了“捡”会计历史成本的“便宜”，而应是着眼于企业本身盈利能力。企业好像是一部印钞机，这部机器值多少钱并不重要，重要的是它能印出多少钞票。

总而言之，市盈率是判断股票贵不贵的第一估值指标，也是最重要的估值指标。



君子不立危墙之下

孔子说过，“防祸于先而不致于后伤情。知而慎行，君子不立于危墙之下，焉可等闲视之”。做股票也是如此，相对来讲，市盈率高的股票风险大些，市盈率低的股票风险小些。李嘉诚曾坦陈自己的投资秘诀就是拿出 80% 的时间来考虑风险，剩下 20% 的时间来考虑收益。做投资安全性是第一要义，投资巨亏的惨痛经历往往和追高高估值的股票有关，因此对高市盈率的股票最好敬而远之。

一般来讲，结合中国股市实际情况，对于普通投资者而言，购买股票其市盈率最好不要超过 25 倍，最大不要超过 35 倍，其组合中市盈率小于 25 倍的股票至少要占 50% 以上；对于专业投资者来说，市盈率可以相对高些，最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好不要超过30倍，最大不要超过45倍，其组合中市盈率大于35倍的股票不要超过1/3。

当然，成长性较好的企业市盈率往往很高，很难降下来，而且降下来的时候往往是企业高成长期结束的时候。微软、戴尔、谷歌、脸谱、苹果等公司市盈率一度非常高，甚至长期维持在100倍以上，高市盈率与高成长性如影相随，同期股价也节节上涨。如今这些股票市盈率都降了下来，企业也度过了高速成长期。

比如，沃尔玛1980—2000年约20年期间里，业绩高速增长，股价累计上涨了约500多倍。但是进入21世纪后，成长性基本消耗殆尽。市盈率10多年前约为30倍，经过约10年后整体业绩虽然增长了约1倍，但是市盈率降到了10～15倍，所以10年间股价基本没涨。

再如苹果公司市盈率一直很高，但是近两年在三星等企业的竞争和挤压下，优势逐渐缩小。截至2013年5月，股价自最高点下跌了约1/3，市盈率降到了10倍左右，比道·琼斯指数约13倍的市盈率还要低。

估值（市盈率）和成长性永远是一对矛盾，鱼与熊掌不可兼得，很难能找到估值又低，成长性又好的公司。因此，对于估值较高的成长股，切不可高仓持有。这就像奥运会跳水比赛，难度系数高一些才可以得高分，但是跳不好的话会一败涂地。所以哪怕是最优秀的跳水选手，也只是在关键时刻跳几个而已，不会每次都强求。

选股虽然很让人纠结，但是上帝也不是不给机会。优秀的公司也有遭遇突发重大利空、负面新闻报道等黑天鹅事件的时候，不过由于人性的恐惧，往往只有极少数人可以把握住这样的机会。

2012年年底至2013年年初，茅台遭遇了史上罕见的一连串突发事件的冲击，动态市盈率降到约10倍。很多平日言必称价值投资的人也扛不住了，逐步抛掉了手里的筹码，颇有点叶公好龙的味道。

金子也会有被埋没的时候，但是金子总会闪光的，当大家都看到闪光的金子的时候，恐怕价格早就不是原来的那个价格了。不过话说回来，在突发事件刚开始时，仓位比较高的持股者适当调整下仓位也是一种应对办法。

当估值和成长性发生矛盾时，孰重孰轻，要根据操作主体而定。对于普通投资者而言，要更多考虑估值因素，成长性放在次要的位置，以稳健为要；对于专业投资者而言，“艺高人胆大”，可以更多考虑成长性因素，投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



应体现一定进取型。

企业家素质体现在敢做敢当、能做能当、会做会当。同样，对投资者而言，如果总是畏手畏脚，不敢把握机会，不敢承担风险，那也不是真正合格的投资者。

高科技公司估值一般较高。对于高科技公司，哪怕是专业投资者，也只可轻仓参与，普通投资者更不要轻易尝试。做投资要投常青树企业和百年老店，而在这个信息爆炸的摩尔时代，科技发展变化太快，任何一个企业都不可能成为高科技领域的常青树，过去的德州仪器、松下、索尼、思科、朗讯、阿尔卡特、摩托罗拉、惠普不会，现在的微软、苹果、三星、谷歌、脸谱也不会。高科技企业其实应该成为投资回避的对象。

当然，从更长周期（几十年）范围来看，在世界范围内，风险投资和股权投资的业绩回报水平要高于股票投资回报水平，在高科技领域这种现象表现得更明显一些。原因也很简单：从市场的有效性来讲，股票市场由于信息披露更为彻底，交易更为频繁，其有效性要远远大于 PE（风险投资）市场。因此，对于掌握专业知识的机构投资者来说，PE 市场比股票市场更有用武之地，投资回报相对更高一些。

不过，PE 资金往往是长期资金，一个 PE 项目短则三五年，长则八九年，资金流动性比较差，这是 PE 投资最大的劣势。而股市投资完成一个交易只需要几秒钟的时间，资金流动性特别好，纠错很快。

其实市场从来就不缺少对“高科技”感兴趣的资金，企业的发展也需要创投资金的支持，需要不断试错来甄别出优秀公司，没有风险投资，高科技产业也难以培育起来。如果实在忍不住要投资高科技企业，不如把资金放在 PE 市场，最好别去股票市场凑那个热闹。



“大盘”历史市盈率规律

从历史上看，美国股市熊市平均市盈率约为 7 倍，牛市平均市盈率约为 23 倍，中值约为 15 倍。大部分交易时间里，股市在 15 倍市盈率上下波动。纵观美国股市近 70 年的表现，市盈率有 5 次突破 20 倍，有 2 次突破 25 倍，除了 2000 年的网络泡沫之外，其余几次高市盈率一般只在高位停留几个月的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去40年，香港股市的市盈率基本在8～22倍之间波动，与美国股市的波动幅度基本相当。下面来回顾一下美国股市百年历史。

19世纪20年代，美国股市完全是一个坐庄和投机的场所。直到1934年本杰明·格雷厄姆的《证券分析》等价值投资类书籍出版，在价值投资理论的影响下，美国股市开始进入了投资时代。1959年，哈里·马克威茨整理出版了《资产选择：投资的有效分散化》一书，系统阐述了现代资产组合理论，投资理论逐步成型。

60年代初，美国股市进入了一个疯狂年代。“成长性”成为华尔街最流行、最具有魔力的词语，这期间曾出现过三次热潮。

第一次热潮是“电子狂潮”，出现在60年代早期，很大程度上与当时的美、苏两国太空军备竞赛有关。IBM、德州仪器公司、摩托罗拉等与新技术联系的宇航、半导体、光学扫描器和其他仪表装置电子行业公司成为股市宠儿，一些公司市盈率动辄达到50倍、上百倍甚至上千倍。当时，“电子”意味着高科技，很多公司的名称只要沾上“某某电子”的边就会被市场热捧并炒作，即使这些公司本身业务和电子产业毫无关联。

第二次热潮是“联合公司潮”，出现在60年代中期。60年代中期诞生了美国产业发展史上的第三次并购浪潮，部分公司绕开了美国反托拉斯法，开始尝试通过换股等方式收购市盈率较低的公司，在“协同效应”的旗号下，变相提高本公司的每股收益，从而制造业绩成长的神话。但是，随着联邦贸易委员会和司法部的监管调查以及并购会计制度的改变，这一热潮最终在1968年开始消退。

第三次热潮是“概念投资潮”，出现在60年代末期至70年代初期。当时华尔街的基金经理们热衷于一些有“故事”的股票，并不厌其烦鼓吹所持股票背后的故事。这种策略一度非常有效，引来了众多的模仿者和跟随者，最后发展到任何概念都可以炒作。大家不在意“概念股”的业绩神话能否兑现，只在意有没有人相信并跟进他所持有的股票。可想而知，当大部分人在高位接盘被“概念股”套牢时，“概念股”股价也一落千丈。

70年代，华尔街基金经理的投资理念重新回归“内在价值”，蓝筹股成为时代宠儿。当时，IBM、施乐、柯达、麦当劳、迪士尼等被称为“一流的50家”。机构交易者往往持股不动，他们相信会有后来者持续跟进，这些股票又被称为“一次决策型”股票。退休基金、保险资金、信托基金等机构资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金是购买“一次决策型”蓝筹股的主力，股票市盈率甚至一度达到 70、80 倍以上。这一热潮在 1973 年的股市下跌中逐步消退。

80 年代，美国股市投机风潮再起，技术革命再次唤醒了人们对高科技的热情。这期间，高科技新股发行热潮就像是 60 年代的翻版，只是主角换成了生物技术股票和微电子股票，尤其是“基因”生物科技股被炒上了天，华尔街为此诞生了专门针对生物技术公司的估价方法。经过几年疯狂的炒作，80 年代末大部分生物技术股的股价下跌了 75% 以上。

90 年代，Internet 概念出现了，这是一场生活方式和公司运作模式的巨大变革。较之 60 年代的电子技术和 80 年代的生物技术，90 年代的 Internet 更是将概念的炒作释放得淋漓尽致。Yahoo、Amazon、Ebay 等公司股价在一年内上涨了 10 倍，“. com”公司横扫一切，没有人关注市盈率，很多带有 Internet 概念的股票，在发行当日股价就能上涨好几倍。互联网泡沫闹剧最终在 2000 年 3 月突然破灭，大量 Internet 股票在一年内跌幅达 90% 以上。

总体上看，美国股市每一特定时期都会有特定板块唱主角，比如 19 世纪的铁路股、20 世纪早期的钢铁股、50 年代的汽车股、60 年代的电子股、70 年代的石油股、80 年代的生物科技股、90 年代的网络科技股等，这些都是某一产业在某一特定时期高速发展在资本市场的外在表现。从美国股市的发展历史可以看出，引领资本市场发展的是那些可以代表不同时代先进生产力的产业及其领头羊。

中国股市整体市盈率波动幅度更大一些，约在 10 ~ 60 倍之间波动，幅度约为 6 倍，并且整体估值水平要高于美股和港股。

比如，先看底部：1994 年上证指数 325 点底部，市盈率约为 11 倍；1996 年 512 点底部，市盈率约为 19 倍；2005 年 998 点底部，市盈率约为 15 倍；2008 年 1664 点底部，市盈率约为 15 倍；2013 年 6 月 1849 点底部，市盈率约为 11 倍。

再看高点：1997 年上证指数 1510 点，市盈率约为 60 倍；1999 年 1756 点，市盈率约为 60 倍；2001 年 2245 点，市盈率约为 60 多倍；2007 年 6124 点，市盈率约为 50 倍。

中国股市整体上体现“牛短熊长”。其实，任何国家股市中的任何股票，在大部分交易时间里都是在下跌的，只有少部分时间里是上涨的；跌的时候往往是“君问归期未有期，巴山夜雨涨秋池”，涨的时候往往是“两岸猿声啼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不住，轻舟已过万重山”。

资本市场市盈率波动虽然有一定的规律可循，但只能做参考，不可简单套用。因为每一次熊市来临时，股票跌起来肯定要跌过头；每一次牛市来临时，股票涨起来肯定要涨过头。谁也不知道大盘何时开始逆转，所谓的大盘估值拐点都是事后看出来的，但是这时股票都已经跌下来了或者涨上去了。等大家都看到时，再采取措施肯定已经晚了。



有分歧，才会有交易

从世界范围来看，快消品公司的市盈率普遍高于其他行业，一般在20倍以上。一般来讲，成长性好的股票往往市盈率比较高，市盈率低的股票成长性不太理想。如何兼顾市盈率和成长性呢？

按照市盈率传统定义，市盈率多少倍意味着多少年收回投资。假如一只股票市盈率高达50倍以上，但是成长性非常好，每年业绩增长高达30%以上，这样的股票可以投资吗？——上海家化就是这样的例子。2012年扣除股权转让约5000万元的非经常性收益后，截至2013年3月底市盈率约为55倍，公布年报后半个月内股价又上涨了约10%。

市盈率55倍，按照传统思维，意味着55年后才能收回投资。但是，以上海家化举例，假设其每年业绩增长30%，连续3年，复合业绩就会增长到约2.2倍，到时市盈率就会降到约25倍。但是如果上海家化继续保持高成长性，其股价就不会保持不动，因为如果业绩增长使其估值下降，市场就会有买盘把股价重新买回到市盈率50倍以上。所以，如果一味等待市盈率估值降到40倍甚至30倍以下再投资的话，恐怕很难能等到这样的机会，从而错失这只股票。

事实上，笔者写以上这段话是在2013年3月底，5月中旬家化遭遇“平安”风波，5月16日笔者在股东大会现场，该日家化股价最低触及38.95元，距事件发生前下跌幅度约为15%。而截至7月底，短短两个多月的时间，家化股价已经从风波事件低点上升约30%，并再创股价历史新高。

不仅是上海家化，有人还一直认为云南白药、同仁堂、片仔癀等白马股估值很高。10年前是这样看，10年后也是这样看，10多年过去了，一直没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



买入。恰恰就在这期间，这些股票完成了几倍甚至几十倍以上的涨幅。

有意思的是，另外一些酒类白马股如茅台、五粮液、洋河、泸州老窖、汾酒等，曾一度被追捧为高成长性股，但在塑化剂事件和控酒令的冲击下，市盈率回归到了 10 倍左右，这时大家却犹豫观望起来，希望重新看到高增长的信号后再行买入。成长性明朗的时候股价高，估值高，不敢买；市盈率低的时候，又怀疑成长性，同样是不敢买。不买的理由总是很多，那么，究竟什么时候才可以买呢？如何才能避免一次次踏空后的后悔呢？——这就是股市，“to be or not to be?”很让人纠结，但是也很简单，很有趣；选择了做投资，就要选择面对这一切。

还有银行股。2012 年年报及 2013 年中期报表显示，银行股业绩优异，一直在为股东提供高额盈利回报。比如，民生银行 2010—2012 年及 2013 年中期的业绩增长分别是 45%、58%、35%、20%，如此高的业绩增长恐怕在全世界都难以找到；还有平安银行，2010—2012 年及 2013 年中期的业绩增长分别是 24%、65%、30%、11%；招商银行 2010—2012 年及 2013 年中期的业绩增长分别是 41%、40%、25%、12%；兴业银行 2010—2012 年及 2013 年中期的业绩增长分别是 39%、38%、36%、27%，等等。

过去几年，伴随 4 万亿投资隐形坏账、产能过剩、地方政府债务危机等一连串利空压力山大的负面消息，在业绩不断增长的同时，银行股股价却阴跌不止。截至 2013 年年中市盈率只有 5～7 倍，与那些市盈率动辄 50 倍、60 倍，甚至 100 倍以上的光鲜无比的创业板“明星股”或“概念股”相比，估值相差 10 倍左右，简直沦落到连“妾”都不如的“丫头”的地步。

手心手背都是肉，明明大家增长都在 20%～30% 左右，凭什么一个是“高富帅”被人热捧，一个是“矮穷矬”让人不待见，银行股“很郁闷”！不过这就是股市，这就是股市的非理性——但是，如果股市真的理性了，股价估值合理了，还会有赚钱机会吗？

类似的例子还有很多。比如：恒大地产在港交所上市，企业基本面不错，2009 年上市后业绩持续增长，上市当年度净利润只有约 10 亿元，3 年后，即 2012 年净利润就上升到约 92 亿元。但是截至 2013 年 7 月底，股价和上市时 IPO 价相当，3 年基本没涨，市盈率只有约 4 倍。而 A 股地产股市盈率一般在 10～30 倍之间。估值扭曲现象在 A 股和港股之间体现得很充分。

再如雨润食品和双汇发展。雨润在港交所上市，2012 年收入约为 210 亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元；双汇发展在 A 股上市，2012 年收入约为 400 亿元。截止 2013 年 7 月底，雨润总市值只有约 80 亿元，双汇发展总市值约为 900 亿元，两者相差 10 倍以上。

还有，在中国香港地区上市的中粮集团旗下旗舰公司中国食品，拥有福临门、长城葡萄酒等品牌，截至 2013 年 7 月底，总市值只有约 70 亿元，连一个只生产婴幼儿奶粉的贝因美 200 多亿元市值的三分之一都不到。

其实，双汇发展和贝因美市盈率约为 30 倍（2013 年 7 月底），在 A 股市场中估值并不算高，结合企业成长性，还有一定的投资价值，但是市场扭曲到如此地步，的确非常罕见。

还有更极端的例子：腾讯 2012 年全年营收约为 440 亿元，净利润约为 123 亿元元，市值已达 6000 多亿元；四大国有银行之一中国银行 2012 年收入约为 3600 亿元，净利润约为 1394 亿元，市值 7000 多亿元。腾讯市值与中国银行基本相当，但是利润相差 10 多倍。换言之，在未来的 5 ~ 10 年内，腾讯如果能再创辉煌，将利润再提高 10 倍，变得和中国银行一样赚钱，但是谁能保证 5 ~ 10 年后腾讯的市值会相当于中国银行的 10 倍？难道会重复恒大上市 5 年，利润增加 10 倍，但是股价基本原地未动的尴尬局面？

再来看看华谊兄弟和泸州老窖。2013 年第三季度，华谊兄弟市值超过了 400 亿元，泸州老窖市值还不到 300 亿元；华谊兄弟 2012 年净利润约 2.4 亿元，但是泸州老窖同期净利润却高达约 44 亿元，约是华谊兄弟的 18 倍，但是总市值却不及华谊兄弟。仅从估值的角度，以 2012 年为基准，截至 2013 年第三季度，两者相差 20 多倍，即华谊兄弟股价比泸州老窖贵 20 多倍。如此大的差异，却阻挡不了对华谊兄弟股价的进一步追高和对泸州老窖股价的进一步杀跌——这就是资本市场的“离奇”。

换个角度来看，以华谊兄弟的 400 多亿元市值，可以买下 1 个山西汾酒（150 多亿元）+1 个古井贡酒（90 多亿元）+1 个水井坊（60 多亿元）+1 个酒鬼酒（50 多亿元）+1 个沱牌舍得（40 多亿元）。如果将这几家有着几百上千年历史底蕴，可以代表中国文化精髓的白酒企业打包捆绑甩卖，甚至还换不来一个刚刚成立 10 多年的电影娱乐公司，这是何其荒唐的事情？——如果这样的交易可以进行的话，那么华谊兄弟的股东岂不是乐翻了天？但是，股市每天都有交易，每天都有人反其道而行之，每天都有人卖掉白酒股，每天都有人买进华谊兄弟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



反过来讲，如果资本市场没有如此“离奇”现象的存在，资源配置“看不见的手”靠什么来驱动呢？——愿者服输，这就是投资领域的永恒法则。只要中国电影市场票房继续高歌猛进，只要华谊兄弟不断推出新的“大片”，其股价就会不断演绎阶段“上涨—调整—再上涨”的故事。对于这样的股票，普通投资者还是要掂量一下，不要心里痒痒冲进去玩，我等不是跳水高手，到了高台，腿都打哆嗦，就不要选最高难度系数的跳水动作了。

只要市场存在，交易存在，就会存在非理性因素，同时存在估值的差异和扭曲，以及对估值认识的分歧。市场本来就是用来交易的，如果没有分歧，交易双方也就不会交易。

其实，好的股票估值高点没关系，在控制好风险的前提下，可以投资在先，调查在后；大胆假设，小心求证。股票做的是心态，估值高有高的做法，估值低有低的做法，条条大路通罗马，把该做的功课做好，功到则自然成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章
财务投资标准3　净资产收益率大于10%



杜邦财务模型是“事后诸葛亮”

净资产收益率（ROE）是净利润与净资产的百分比，用来衡量公司运用自有资本（原始本金及历年积累的留存收益）的效率。数值越高，说明原始股东的投资收益越高。

净资产收益率不同于总资产收益率，总资产收益率是净利润和总资产的比率。企业总资产可以划分为以下两部分。

一部分是净资产，也称股东权益，由公司成立时的实收资本金和历年分红后的净利润剩余（也称留存收益，会计上是资本公积、盈余公积和未分配利润的总和）组成；在某些特殊情况下，资产评估增值和资产市场溢价也计入净资产，但是按照中国会计准则，该部分增值和溢价不得计入利润。

另一部分是企业总负债，即企业借款和暂时占用的资金。一般来讲，企业或多或少都有一些负债，借钱生钱、借鸡生蛋不仅是金融企业主要盈利手段，也是企业实现快速发展的有效途径。

企业负债经营简称为财务杠杆，财务杠杆可以提高资金使用效率。当然，杠杆过大，即借款太多而导致的负债率太高会加大企业财务风险。但总体上来讲，财务杠杆可以在企业净资产不变的基础上扩张业务，增加收入，从而提高企业盈利，进而提升净资产收益率。

净资产收益率不受送股、转增股本等因素的影响，而其他指标如股价或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



每股盈利，当送股或转增股本后会有不同程度的下降，从而给人造成错觉，以为公司的盈利能力下降了。其实公司的盈利能力并不会因为股本计量规则的变化而变化，而净资产收益率的数值在这种情况下是不会变化的。

对于 IPO 企业来讲，通过招股说明书可以看到，公司往往在上市前几年有不错的净资产收益率。但是，上市之后净资产收益率会明显下滑。这是因为 IPO 定价依据不是每股净资产，而是该行业平均 PE 水平，因此 IPO 价格一般会大大高于每股净资产。

当新的募集资金进入公司后，企业净资产陡然增加。然而，募集资金兑现利润要经历项目建设、新产品市场宣传和推广等阶段，募集项目的业绩往往要几年后才体现出来，因此净资产收益率会有大幅下滑。募集资金越多，这种现象越明显。

有一个很有名的杜邦财务分析模型用来分析净资产收益率。杜邦财务分析模型的发明人 F. Donaldson Brown 原来是一名电气工程师，后来加入了杜邦公司财务部门。当时杜邦购买了通用汽车 23% 的股票，F. Donaldson Brown 用该模型重新梳理通用汽车公司内部复杂的财务结构，取得了成功。美国各大公司纷纷仿效，从而使得杜邦财务分析模型名声大噪。在很长时间内，杜邦模型在财务分析领域一直保持着主导地位。

根据杜邦模型公式：

净资产收益率 = 净利润/净资产

=（净利润/销售收入）×（销售收入/总资产）×（总资产/净资产）

= 销售净利率 × 资产周转率 × 财务杠杆比率

销售利润率可以视为盈利指标，资产周转率可以视为流动性指标，杠杆比率可以视为安全性指标，三者之间存在一定的内在联系。

对杜邦公式运用的传统说法是：既然净资产收益率取决于销售净利率、资产周转率和财务杠杆比率三大因素，提升这三项指标就可以提升净资产收益率。比如，提高产品售价可以提升销售净利率；增加销售额可以提高资产周转率；尽量多借钱办事，借鸡生蛋，可以提升财务杠杆比率。

上述道理很简单，但是做起来却很难。哪个企业不想把产品卖个好价格？如果价格上涨，销售净利率是提升了，可是代价很可能是销售额的下降，从而带来资产周转率的下降，一升一降，最终净资产收益率不见得提高。说不定资产周转率下降的幅度大于销售净利率上升的幅度，净资产收益率可能还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会下降。

如果大举借债，固然可以提升财务杠杆率，可是若没有一定自有资金比例和资产抵押，银行怎肯大笔放贷呢？此外，举债过多会使财务费用高企，净利润下降，销售净利率随之下降，又是一升一降，最后净资产收益率也不见得提高。

杜邦财务分析模型中的销售净利率、资产周转率和财务杠杆比率与企业盈利能力之间仅仅是现象与本质的关系，销售净利率、资产周转率和财务杠杆比率仅仅是事后会计表象数字。企业出业绩并不是靠财务指标和财务游戏，而应靠产品本身的真功夫。

由此可见，杜邦财务分析模型只可用于参考，似乎有点“事后诸葛亮”的味道。运用此模型可能会发现问题，但却不能解决问题。

另外一种常用的财务分析方法是沃尔比重评分法。沃尔比重评分法将选定的财务比率用线性关系结合起来，并分别给定各自的分数比重，然后通过与标准比率进行比较，确定各项指标的得分及总体指标的累计分数，对各项评价指标计分并计算综合分数，形成评价结果，从而评判企业财务状况。

沃尔比重评分法的最大缺陷在于如何做到客观分配指标的权重，各个指标权重不同，结果肯定大相径庭，甚至结论是相反的。沃尔比重评分法的前提是各个指标权重分配合理，不过这个前提本身就是不严谨的，如果一栋大厦建立在假设的沙石上，又怎么能依赖这座大厦呢？



ROE 假象

中国会计准则规定，会计核算包括 4 大前提和 13 大原则。4 大前提包括会计主体、持续经营、会计分期和货币计量；13 大原则包括客观性原则、可比性原则、明晰性原则、历史成本原则、实质重于形式原则、权责发生制原则、及时性原则、划分收益性支出与资本性支出原则、配比性原则、相关性原则、一贯性原则、谨慎性原则、重要性原则。

也就是说，会计报表体现的是在一系列人为设定的规则下核算后的数据，规则不同，数据结果也不同。企业业绩是按照设定规则算出来的，“所谓利润，即非利润，是名利润”。而且，规则要在保证一定客观性的前提下，兼顾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



核算的经济性和阅读者的易读性。

中国会计准则主要是在借鉴和参考美国会计准则的基础上生成的，与美国会计准则很相近。世界各国的会计准则并不完全相同，核算方法规则有一定差异。因此，同一个跨国公司，按照欧洲的会计准则与按照美国的会计准则，核算后的利润结果可能截然相反，甚至在一个地方是盈利的，而在另外一个地方是亏损的。

比如，香港上市的 SOHO（中国）公司 2012 年营业额只有 153 亿元人民币，但是净利润却高达 106 亿元，而 2011 年其净利润只有 39 亿元，业绩大幅提升的原因在于会计核算中计入了高达 96 亿元的投资物业评估增值。投资物业评估增值是中国香港地区的一种特殊会计制度安排，受益于大陆商业房产的兴旺，一些在港上市的商业地产公司取得了较高的会计利润。但是在 A 股市场，按照中国会计准则所要求的历史成本原则，物业评估增值是不允许计入利润的。

因此，投资者要重视财务分析，但也不要迷信会计指标，单纯依靠会计指标进行选股的方法不足取。会计指标反映的是过往经营业绩，用历史简单推断未来，很有可能犯刻舟求剑的低级错误。

当然，也不能因为会计指标的局限性而否定财务分析的作用，就像不能因为经济学家不能预测经济危机而否定经济学的价值。会计指标要灵活运用，要知其然，更要知其所以然。要像庖丁解牛一样，手里有刀似无刀，对会计指标的运用要达到游刃有余的境界。

根据定义，ROE 是净利润与账面净资产的比率。根据中国会计核算的历史成本原则，公司取得一项资产入账时是以历史成交价格入账的，哪怕今后资产升值了，会计上还应记录原始账面价格（有的国家会计准则允许在一定条件下调高资产账面价值）。所以，如果企业成立比较早，设备更新比较慢，由于当初企业开办资金投入比较低，企业净资产还停留在当初较小规模。在通货膨胀的大环境下，产品价格会“被上涨”，营业收入和净利润也会水涨船高。这样一来，ROE 的分母相对不变，分子相对变大，ROE 数值就相对虚高一些，有一定水分。

举个例子，一套房子，10 年前购置成本约 30 万元，会计账面价值为 30 万元，年租金为 0.9 万元，租金回报率（ROE）为 3%。10 年后，房价上涨到 100 万元，租金上涨一倍到 1.8 万元，租金回报率为 6%，租金回报率看似

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比 10 年前提高了一倍，但实际上以重置价计算的真实租金回报率只有 1.8%，比以前小了。这就是会计记账历史成本原则所造成的 ROE 假象。

换种说法，对于原房东来说，10 年后的 ROE 是 6%。若将房子以 100 万元卖掉，新房东的 ROE 只有 1.8%。对应于资本市场，上市公司“原始股”股东就是上例中的原房东，二级市场股票投资者就是新房东。股票投资者以数倍乃至数十倍的价格从“原始股”股东手里购得股票，其真实 ROE 要大打折扣。

因此，ROE 指标更适用于原始股东而非二级市场股票投资者。对于“原始股”股东而言，ROE 就是投资回报率，如果企业 ROE 达到 20% 以上，意味着“原始股”股东 5 年就可以收回投资。对于二级市场股票投资者而言，ROE 除以市净率（股价与每股账面净资产的比率）才是投资回报率，恰恰是市盈率 PE 的倒数。

这就是会计核算的勾稽关系，它是指某个会计报表和另一个会计报表之间以及本会计报表项目间内在逻辑对应关系，如果不相等或不对应，则说明会计报表的编制有问题。投资者如果掌握了会计核算的内在原理，在使用会计指标时就可以了然于胸，运用自如。

上述例子引申出一个问题：为什么原始股一旦上市，交易价格就会上升几倍甚至几十倍，同一股份为什么在上市前后有如此大的价格差别呢?

这个问题可以用一个比方来解释：企业好比是一只可以下蛋的母鸡，假设最初小母鸡崽值 2 元钱，饲养成本又花了 2 元钱，则母鸡账面成本是 4 元钱（企业原始投入成本）。如果母鸡每年下一个蛋，售价 1 元（企业盈利），则母鸡的投资回报率就是每年 25%，相当于 4 倍市盈率。

某一天“母鸡”上市了，IPO 定价以市盈率为准。一般情况下，市盈率总是在存款利息的倒数和贷款利息的倒数之间波动。比如说，存款利息 3%，贷款利息 6%，那么市盈率的范围大致在 17 ~ 33 倍之间。如果取中间数 25 倍市盈率（年回报率 4%）来定价，那么 IPO 价格就是 25 元——相当于原始股价的 6.25 倍!

如果这只“母鸡”成长性非常好，下蛋数量每年持续增长。第一年 1 只蛋，第二年 1.3 只，并以此递推，那么股价则以 PEG 来定价。PEG（PE/GROWTH，即市盈率/利润增长率）是针对成长性企业的定价指标，PEG 一般等于 1，越低意味着投资价值越大。由于“母鸡”良好的成长性，市场会给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出32.5倍的PE水平，对应股价上涨为32.5元。

由此可以看出，在自由、自愿的交易原则下，资本市场具有价格发现功能，是企业变现自身价值的平台。并不是上市让企业变得更值钱，而是上市让企业找到了自己的真实价值。事实上，决定股价高低以及企业价值的最终因素是盈利回报水平和成长性。



好股票＝高ROE＋低PE

选股和选雇员很相似，用尽量低的薪水招到优秀的人才是招聘之道，同样，以低价格买到好股票是投资要诀。

从会计指标上来看，“好股”表现为较高的ROE值，“好价”表现为较低的PE值，即不但要内部报酬率高，还要估值低。有些企业基本面的确不错，符合好股的标准，但是如果忽视了价格因素，估值较高，买了后也会亏钱，比如在较高的价位买了万科、招行、苏宁、华侨城等。

反过来讲，有的股票价格较低（市盈率较低），像公路收费企业、燃气企业等公用事业股，但是缺乏成长性，无非是靠行业垄断吃老本，并不符合好股的标准。其股价可能有一定抗跌性，甚至不排除在某个短暂的时期，由于行业管制价格的短期松绑或机构避险资金的进入，短期内有一定涨幅。但是股价的波动毕竟是外因造成的，企业核心竞争力本质上并没有变化。买这类股票可能不会亏钱，但是想赚钱，特别是持续赚大钱是非常难的。

总而言之，好股和好价很难兼得。在95%的交易时间里，股市大量充斥着好股差价、差股好价或者差股差价的股票；只有在5%的交易时间里，才会偶有好股好价的股票出现，但是这样的机会稍纵即逝，是对投资眼光的极大考验，也是成就伟大投资家的宝贵时机。可惜的是，大多数的投资者往往是在前一个95%的时间里买进，并在后一个5%的时间里卖出，完全做错了方向。

好股和好价哪个因素更重要呢？一种观点认为“好价”重要。比如，虽然宝洁公司是一只几十年的大牛股，但是假如投资者没有掌握好买入价格，在1963年的相对高点买入并一直持有25年，那么投资回报仅有4倍而已。

另一种观点认为“好股”重要。比如，40年前，美国有个小镇的居民们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

听从了一个很会“忽悠”的股票经纪人的建议购买了可口可乐的股票，由于不懂股票，就一直没有交易，结果可口可乐上涨了几百倍，从而诞生了今日全美最富有的小镇。选择了一只好股票，就像骑上了一匹好马，只要你不轻易下马，保持些耐心和信心，最终总会取得胜利的。

综合考虑，如果非要说出哪个因素更重要的话，好股应该比好价重要。

首先，如果投资者买了不好的股票被套，一般不会忍心割肉，结果会越捂越亏，后悔不迭。其实，不好的公司任何时候都不要持有，哪怕很便宜。就像差的雇员，薪水要求再低也不要雇用。反过来讲，就算薪水多开了一点，但只要是人才，假以时日，总会为公司创造更多的价值。

其次，能够甄别出好的企业已属不易，而再去判断估值的高低，难度更高。如果连识别好企业的眼光都不具备，讨论好股和好价孰优孰劣还有什么意义呢？

所以，好股比好价更重要一些。只要是好的股票，哪怕价格稍高些，也可以适当建仓。如果等不到低价的机会，不妨先少量持有一些，防止踏空。但是一定要控制好买入量和买入节奏，总的原则是不见兔子不撒鹰，出现亏损就不要追加投入，切忌一开始就贸然一次性投入大量资金。



ROE = 每股盈利增长率

ROE 是贯穿整个会计报表的核心指标，ROE 指标可以把很多其他会计指标串起来。比如说，ROE 除以市净率就是市盈率 PE 的倒数。

在没有外部融资和内部分红的前提下，ROE 是多少，每股盈利（EPS）的增长率就是多少。比如：上市公司本年 ROE 是 8%，本年业绩增长就是 8%；ROE 是 16%，业绩增长就是 16%。下面通过举例来说明，为简化运算，只选取 ROE 等于 10%、20%、30% 三种情况，而且 ROE 的计算公式中分母选取年初净资产。

当 ROE = 10% 时，假设第一年企业净资产是 100 万元，年底盈利 10 万元，净资产增加到 110 万元；如果第二年还是维持 10% 的 ROE 水平，则盈利就是 110 万元的 10%，即 11 万元，相比往年的 10 万元盈利增长 10%，这时净资产增加到 121 万元；第三年在 10% 的 ROE 水平下，盈利为 12.1 万元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



相比第二年的 11 万元业绩增长 10%。以此类推，在 ROE 保持 10% 的水平下，每年业绩增长就是 10%。

当 ROE = 20% 时，假设第一年企业净资产是 100 万元，年底盈利 20 万元，净资产增加到 120 万元；如果第二年还是维持 20% 的 ROE 水平，则盈利就是 120 万元的 20%，即 24 万元，相比第一年的 20 万元盈利增长 20%，这时净资产增加到 144 万元；第三年在 20% 的 ROE 水平下，盈利为 28.8 万元，相比第二年的 24 万元业绩增长 20%。以此类推，在 ROE 保持 20% 的水平下，每年业绩增长就是 20%。

当 ROE = 30% 时，假设第一年企业净资产是 100 万元，年底盈利 30 万元，净资产增加到 130 万元；如果第二年还是维持 30% 的 ROE 水平，则盈利就是 130 万元的 30%，即 39 万元，相比第一年的 30 万元盈利增长 30%，这时净资产增加到 169 万元；第三年在 30% 的 ROE 水平下，盈利为 50.7 万元，相比第二年的 39 万元业绩增长 30%。以此类推，在 ROE 保持 30% 的水平下，每年业绩增长就是 30%。

因此，如果公司 ROE 较高，成长性较好，分红不见得是一件好事请。如果能把盈利留存在公司进行再投资，并进入生产循环，则不必过多举债承担大额利息支出，可以通过滚雪球的方式实现高效内生性增长，最终促使股价持续上涨。相比盈利现金分红的方式，可以使投资者更多受益。如果公司实施高比例分红，则降低了企业净资产（分母），在盈利（分子）增长不多甚至不增长的情况也可以维持较高的 ROE，但是这时 ROE 体现的却是一种假的高成长性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章

财务投资标准4　持续盈利



产生多少利润，就创造多少财富

财富是如何创造出来的？——标准答案是劳动，劳动创造财富。劳动可分为脑力劳动和体力劳动。有种观点认为，只有实实在在的体力劳动——诸如工人在车间制造产品，农民在田地种庄稼——才能创造财富，而投资只不过是金钱的简单流转，投资活动不是劳动，并没有创造财富。这种观点甚至认为，资本家借助于资本剥削劳动者，或者投机者炒房炒股赚钱，恰恰是在掠夺别人的财富。其实，上述观点是对劳动概念的误解，投资活动可归类于脑力劳动，不但可以创造财富，而且是以更高的效率在创造财富。

简单来讲，企业是社会财富创造的主体。没有投资，就没有企业；没有企业，就没有财富的创造。因此，投资创造财富，投资通过下列方式来创造财富。

首先，企业成立前，投资人要运用专业知识和经验对拟生产产品以及未来市场作出全面的评估和准确的判断，然后将资金转化为土地、生产设备、原材料等生产资料，并雇用员工来创建一个有生产能力、可以为社会提供有效需求品的组织体。

其次，在企业经营过程中，投资人要通过选拔和监督经理人（管理层）来间接管理企业，决定企业发展战略，指导并监督企业以更高的效率、更低廉的成本生产更好更多的产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最后，投资人是企业风险的承担方。不管企业盈利还是亏损，雇员都可以获得市场价劳动报酬；而投资人以投入资本承担亏损，是企业风险的最终买单者。

企业家是资源整合者。俗话说，“治大国若烹小鲜”，企业家和“烹小鲜”的厨师很相像：高超的厨师善于把普通的食材经过“金勺”倒腾一下，华丽转身为美味的菜肴；企业家则是把资源、劳动、资本、技术等要素进行优化组合，以低廉的成本生产出优质的产品。企业家的价值大小取决于其资源整合能力的强弱。

同样的食材，经过不同厨师的手，会得到不同的菜肴；同样，给定一批设备和一群 IT 工程师，在苹果公司乔布斯整合下是苹果产品，在诺基亚 CEO 整合下是诺基亚产品。

苹果产品是国际范围内资源整合后的产物：产品生产组装安排在中国，应用软件由加州的中国工程师、印度工程师编写，资金来自于华尔街，销售在国际市场实现。

乔布斯的同事曾这样评价他：他不是程序员，不是工程师，不是设计师，但他却是整合者和实践者。他知道这个世界需要什么样的东西，他有眼光，是一个伟大的远见家。

苹果公司 IPO 时，受到热捧，罕见超额认购，当时 25 岁的乔布斯被誉为“超级电脑神童”。但是，几年后由于乔布斯要改变世界的理念与董事会理念不一致而被赶出公司，于是一怒之下卖掉了全部苹果股份仅留 1 股。10 年后，在微软的竞争下，苹果一败涂地，濒临破产边缘，乔布斯重回苹果公司，这个伟大的整合者使公司焕发二次青春，最终成就了一个伟大的传奇。

企业家不一定是发明家，但一定是创新大师，发明和创新的区别在于实践。创新包括原始创新和更新创新，当代企业家的创新主要以更新创新为主，即在原始创新的基础上进行新的要素组合，并集合各要素的优势将创新理念做到最大化。

汉堡不是麦当劳发明的，耐克也不是跑鞋的发明者，戴尔不是第一个在网上卖电脑的人——只有更加善于整合资源的企业和企业家，才可以更加敏感地把握市场需求，抓住机会从而成为胜出者。

在创立初期，成就微软帝国的 DOS 系统是比尔·盖茨花了 5 万美元从西雅图一家小的软件公司买到的。软件到了比尔·盖茨手中，像被金手指点石

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成金，被盖茨以较低的价格授权（并非卖出，否则就没有后来的微软）与IBM硬件绑定合作，待占领市场后再一步步提高价格，于是巨额利润随之而来。

“整合”在经济生活中无处不在。从微观经济层面来看，企业家是企业资源的整合者；从中观经济层面来看，硅谷是信息产业的整合者，硅谷充当了“行业整合企业家”的作用；从宏观层面来看，华尔街是全球金融的集成整合者。

企业家不是书本教出来的，硅谷和华尔街也不是人为规划出来的。企业家、硅谷和华尔街，都是市场实践的产物。

投资是实现资源整合的工具。投资以资金为纽带，将自然资源、人力资源等生产要素集结起来，使生产要素价值实现最大化。投资形成了新的产能，体现为比原有社会平均水平更高的生产效率，否则，投资将赔本。从这个角度来看，资源配置比资源加工更重要，正如用对人比改变人更重要一样（天才是放对位置的人）。

总而言之，投资不但创造财富，而且是以更高的效率在创造财富。因此，“搞企业的创造财富，搞金融的分配财富”这句话是片面的。金融业打通了资金供给方和需求方的通道，提高了资金的流动和配置效率，发现发掘了投资机会，并将闲置资金成功转化成为了投资资本。

中国有2.5亿农民工，经过他们的手生产出的产品供全世界人享用。中国储蓄率高达50%以上，如果没有银行、证券、保险、信托等金融机构把剩余资金转化为企业投资，这2.5亿农民工也就没有机会从土地脱离出来转变成产业工人，中国城镇化进程也不会演绎得如此迅速。因此，金融业不是分配财富，而是在创造财富。

投资的本质是将资金注入企业转换成生产能力的过程。一个企业，产出必须大于投入，否则没有存在的必要；一个好的企业，必定是产出投入比较高，生产效率较高的企业，其投资回报率水平也较高。

从经济学意义上来讲，企业成本、费用和税金（包括原材料、固定资产折旧、工资、管理费用、销售费用、财务费用等）是企业从外部购入的生产要素和生产条件（税金是向政府购买的社会服务），是投入方面的消耗。企业产出扣除掉以上消耗后才是对社会的净贡献，会计上体现为净利润。

因此，衡量财富创造多寡的指标是企业净利润。企业盈利越多意味着对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



社会的贡献越多；反之，亏损是对社会财富的消耗和浪费（投资人是买单者）。从这个意义上来说，资本逐利天经地义。在合法合规的前提下，获利是资本应尽的责任，是应有之义，是为社会创造财富的自然结果，也是实现投资人、企业和社会共赢的手段。

正所谓千里马常有，而伯乐不常有；企业是千里马，投资家就是伯乐。相比千里马，伯乐更稀少，做投资家的难度要高于做企业家。

2013 年 2 月份出炉的《2013 雅居乐海南清水湾胡润全球富豪榜》前 100 名中，企业家占据绝大多数，投资家只有寥寥几人，分别是美国的伯克希尔·哈撒韦的巴菲特、沙特的沙特阿拉伯投资公司的阿苏德王子、美国索罗斯基金管理公司的乔治·索罗斯、美国富达投资的阿比盖尔·约翰逊和美国对冲基金布里奇沃特投资的雷伊·达里奥等。

因此，对于绝大多数人来说，要想通过投资获得财富，一种办法是成为巴菲特那样的人物，另一种办法是找到像巴菲特那样的人。看起来，还是后一种办法比较靠谱点。



做股票也是一种“劳动”

财富的创造至少包括两个方面：一个是产品的直接生产，另一个是资源的有效配置。这两个过程是互相促进、互相渗透的，生产中有配置，配置中有生产。在市场经济宏观层面，主要体现为依靠市场无形之手，在正确的时间和正确的地点，将资源配置给正确的企业，并最终分配到最适合的消费者手中。

下面以农产品为例来说明资源配置的重要性。随着农业生产效率的提升，如蔬菜大棚技术的推广使用，中国蔬菜农业的供给可以在短时间内满足市场需求。但是也容易造成一窝蜂，如果短期内大量蔬菜上市，由于蔬菜不像粮食容易储存，蔬菜价格起伏会很大，会引起 CPI 数据发生较大的波动。

蔬菜丰收时，在田间地头，收购价非常低，如胡萝卜、白菜、南瓜等丰收时收购价只有几分钱一斤，但是，一旦进入城市菜市场，价格则上涨至一斤一元钱以上。收购价与终端市场价相差 10 倍以上，为何有如此大的悬殊？在经济学上如何解释？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据市场经济的基本原则，市场化的价格是产品价值的衡量尺度，是产品价值的外在表现。一瓶水的价格在商场和在沙漠有巨大的悬殊，恰恰表明了其使用价值的悬殊。胡萝卜从农民手里到一级批发商，再到二级批发商，再到菜市场菜贩，在一次次的交易和不断流转下，最终走到了家庭餐桌，效用价值得以体现；如果能登上酒店的餐桌，价格可能再翻上 10 倍。表面上来看，转买转卖推升价格，交易和流通发现并创造了价值。其实，交易和流通仅仅是一种流转形式，是表面现象，交易和流通的本质是资源配置，是资源配置提升了产品价值。

田间地头的胡萝卜，城市人无法享用，使用价值几乎为零，价格自然只有几分钱一斤；当胡萝卜走上餐桌，使用价值才得以体现，价格自然上升十倍甚至上百倍。在市场经济下，商品以价格为手段，以交易为实现形式，使供求得以匹配，商品效用最终得以实现——这就是资源配置创造财富的过程。

当然，在中国流通环节，物流业产值在 GDP 中占比过高；农产品流通领域也不例外，环节过多、税费过重等因素推升产品价格虚高，但这并不能归罪于市场经济。恰恰相反，这是市场化不够彻底的结果。

沃尔玛做销售，低买高卖，赚取商品价差；银行低息揽储，高息贷出，靠存贷差赚钱——这些都是资源配置的形式。同样，表面上看，股票买卖是高抛低吸的金钱流转游戏，其实通过股票交易，资金被引导到优势企业和回报率更高的企业，从而提升了社会整体生产效率。从这个意义上来讲，做股票赚钱了就是为社会创造了财富，做股票也是一种“劳动”。

由此看来，只有可流动的、可交易的资源，才有可能最大化实现价值；资源固化是一种浪费，其价值被慢慢消耗掉了。

改革开放初期，土地不能买卖，土地资源要素价值无法实现，土地使用效率低下，中国人均住房面积只有几平方米；房改后，城市土地可以交易，郊区土地可以流转，中国人均住房面积上升到 30 多平方米，一套城市公房价格从几万元升值到几十万元，土地价值被充分挖掘——这就是市场化的结果，同时也是资源配置的结果。

再比如，20 世纪八九十年代，同样的技术人才在中国的月薪只有几百元，到美国可以达几千美元，于是很多人纷纷去美国工作。这同样说明，当人力资源要素可以在国际范围内进行资源配置，那么就可以实现其价值的最大化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





不碰亏损企业

做股票当然要买赚钱的企业，这是投资常识，但是也最容易被人忽视，这也是大多数股民亏损的主要原因。

首先，股市“二八现象”明显，往往只有20%的股票可以跑赢大盘，80%的股票跑不赢大盘。美国股市约有200多年的历史，曾经有几万家公司上市交易，但是随着岁月的洗礼，目前仅存几千家，其他的都陆续退市或破产了。从实际情况来看，大约只有20%的股票可以保持持续盈利；有80%的股票时盈时亏，而且亏损的时间总是多于盈利的时间，与此对应，大多数投资者亏就亏在这80%的股票上面。

其次，就一个投资组合而言，如果整体组合出现亏损，那么约80%的亏损是亏损企业造成的。经常出现的情况是：起初，亏损股票在组合中权重并不大，整体亏损不是很多。但是随着亏损股票股价的持续下跌，为挽回损失，于是减持其他股票并增持亏损股票，并陷入越亏越补、越补越亏的怪圈，最后经过一次次试图抄底后，少数垃圾股造成了整体组合80%的亏损。

再次，业绩亏损的股票容易成为投机对象，从而套牢投资者。有投资者认为，“天下大势，合久必分，分久必合”，企业也应是如此，盈久必亏，亏久必盈；所以股票会涨久必跌，跌久必涨。看到业绩亏损得很厉害的股票，重仓杀入，指望公司业绩翻盘时大赚一笔。但是，商业市场毕竟不同于三国演义，在商场上，强者恒强，弱者恒弱，马太效应明显，一个企业现在没有竞争力，以后会越来越没有竞争力。咸鱼翻身、乌鸦变凤凰的故事是小概率事件，根本不值得去碰运气。

有些企业业绩表现起伏不定，经常是今年盈，明年亏，完全靠天吃饭，外围经济环境好时业绩会好点，外围经济环境不好时业绩就很差，这类企业以工业品周期股居多。

有一种投资逻辑是靠捕获周期股的业绩“拐点”而获取暴利。其实，真正的好公司哪有什么业绩“拐点”，好公司必定提供好产品，好产品就是好产品，过去是，现在是，未来也会是，不会因为外在环境的变化而发生大的改变，所以业绩表现会非常稳定，像这类持续盈利的公司才应是投资者关注的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重点。

当然，好公司也会遇到突发负面事件和“黑天鹅”事件，也会亏损。但是，一个好公司，不管遇到什么危机，只要其产品核心竞争力没有丧失，不管股价如何波动，公司的真实价值不会发生实质变化，这个时候往往是建仓良机。

比如，巴菲特掌控的伯克希尔·哈撒韦公司股价在历史上曾经有4次跌幅超过50%，事后来看，每一次下跌都是加仓良机。再比如，2008年中国奶业爆发三聚氰胺事件，虽然个别企业会破产，但是行业不会破产，伊利、蒙牛、光明的市场地位和多年积累的生产资源不会因为一个突发事件而丧失。况且，三聚氰胺事件是可以纠错的事件，行业经过洗礼和整顿后其实更利于寡头的扩张发展。事实上，三聚氰胺事件后，截至2013年7月底，伊利和蒙牛的股价已经上涨了5倍以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章

财务投资标准5　利润率大于8%



利润率＝财富创造效率

据说，有人曾做实验让大猩猩通过掷飞镖来选股，结果显示大猩猩“飞镖组合”的回报水平要好于一般基金经理。其实，这只是笑谈而已。如果真的让大猩猩选股，注定要亏损。道理很简单，假设起始本金是 100 元，大猩猩掷飞镖蒙对和蒙错的概率各是 50%。假设第一次蒙对了，股票上涨 30% 变成 130 元，第二次蒙错了，股票下跌 30% 变成 91 元，对错各一次后，本金只剩下 91 元。反过来，如果先蒙错，再蒙对，错对一次后也是只剩 91 元。如果这个游戏继续下去，其本金必然会以某一个小于 1 的系数不断递减。

由此看来，靠碰运气投资必然失败，做股票要投资有价值的公司。但是，黄金有黄金的价值，废品也有废品的（回收）价值，不同的人对价值有不同的理解，如何甄别有价值的股票呢？

以两个重量级企业为例来做个比较说明：一个是中石油，2011 年报表显示，中石油总资产 19175 亿元，营业收入 20038 亿元，净利润 1330 亿元；另一个是美国苹果公司，同期总资产 1387 亿元美元（折合人民币约 8740 亿元），营业收入 1083 亿元美元（折合人民币约 6820 亿元），净利润 259 亿元美元（折合人民币约 1630 亿元）。

这两个公司的利润额一个是 1330 亿元，一个是 1630 亿元，相差不多。按照前文所述，企业有多少利润，相应创造多少财富。也就是说，2011 年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中石油与苹果创造的财富总量是一样的，但是如果比较一下财富创造过程，就会发现巨大的差异。

首先，中石油产生1330亿元的净利润相应占用了19175亿元的总资产，苹果公司产生1630亿元的净利润相应占用了8740亿元的总资产。中石油总资产回报率是6.9%，苹果公司是18.7%，两者相差约3倍。换言之，在对资产的占用使用效率方面，苹果公司约是中石油的3倍。

其次，中石油产生1330亿元的净利润消耗了18708亿元的资源投入（成本、费用及税金合计数，会计上近似等于收入减净利润，即全部生产要素投入合计数），苹果公司产生1630亿元净利润消耗了5190亿元的资源投入。净产出与生产要素投入比，中石油是7.1%，苹果公司是31.4%，相差4倍多。换言之，在投入产出效率方面，苹果公司是中石油的4倍多。

从以上对比可以看出，苹果公司以更少的资产占用和资源消耗贡献了更多的财富，生产效率和财富创造效率是中石油的好几倍。体现在会计指标上，苹果公司利润率约24%，中石油利润率约6.6%，两者相差3~4倍。

从资本市场表现来看，中石油市值由5年前刚上市时最高的约8.7万亿元，跌落到2012年年底的约1.7万亿元，跌幅约80%；苹果公司市值由10年前的约100亿美元，上涨为2012年年底的约3500亿美元，10年间上涨了约35倍。

由以上比较可以看出，利润率高的企业生产效率高，财富创造效率也高，更有投资价值。

此外，购入价格也很重要，5元的价格和10元的价格购入，未来的投资回报肯定相差2倍，这是显而易见的。可见，正确的投资就是以尽量低的价格购买高效率企业，以过高的价格购买了有价值的企业并不是价值投资。

“价值投资”这种称谓其实难以涵盖投资的精髓，不过总比称呼“技术投资”或者“趋势投资”要好一些。投资其实只有两种：正确的和不正确的，或者说盈利的和亏损的，其他一切都是浮云。所以，所谓价值投资，实非价值投资，是名价值投资，如此而已。

不管你见或不见，它（价值投资）就在那里，不在998点悲，亦不在6124点喜；不管你念或不念，它就在那里，被大家买来买去；不管你爱或不爱，它就在那里，仓位可增可减；不管你跟或不跟，主动权在你的手里，不舍不弃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





8%利润率：区分优劣公司的分水岭

企业是财富创造的微观主体，利润率是衡量财富创造效率的会计指标，企业不产生利润就意味着没有创造财富。下面来比较一下2012年中国GDP增长率、上市公司整体销售净利润率和整体净资产回报率（ROE）几个指标。

GDP增长率：7.8%。2012年国内生产总值约为52万亿元，按可比价格计算，比上年增长7.8%。GDP是国民财富创造的流量指标（非存量指标）。GDP增长率为7.8%，表明2012年中国产品和服务总产出比上年多出了7.8%。

上市公司整体利润率：7.9%。据统计，2012年A股上市公司合计实现营业收入约为24.53万亿元，同比增长了8%；合计实现净利润约为1.95万亿元，利润率约为7.9%。每产生100元的产值（收入），扣除各种成本、费用等消耗后盈利7.9元，即财富增加7.9元。

上市公司投资回报率：8.1%。2012年年底沪深上市公司总市值约为24万亿元，共实现净利润1.95万亿元，总体市盈率约为12倍，整体投资回报率约为8.1%。

从以上比较可以看出，这3个指标相差不大。这是因为，它们都是反映社会财富创造的指标，没有财富创造，就没有投资回报。因此从这3个指标可以大致估算，现阶段中国经济整体投资回报率均值水平约为8%；如果一个投资项目回报率没有超过8%，其实是不及格的。

据统计，美国道·琼斯指数百年以来年均上涨幅度约为8%～10%左右，其中一半是由企业盈利增长贡献，一半是由分红贡献。可见，8%也是国际适用的投资回报率水平。

因此说，投资股票年回报率设定在8%是比较客观的水平，如果期望股票年收益达到16%，则意味着企业创造财富的效率要比平均水平高一倍；从长达10年以上的长周期来看，能一直维持这个水平的企业，1万家中可能只有几家。同样，24%的股票年收益水平意味着创造财富的效率要比平均水平高两倍，这样的企业在1万家回报率为16%的企业中也只有几家。

换言之，如果期望在长达10年以上的长周期里一直维持在24%以上的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票收益率水平，则意味着万里挑一再万里挑一的选股水平，万万相乘是亿，所以全世界亿万投资者中，只诞生过寥寥几个投资大师。

在巴菲特几十年的投资生涯中，其股票平均投资回报水平仅略超过20%。菲利浦·莫里斯（旗下有万宝路香烟）是20世纪50年代以来美国股市最牛的一只股票，几十年间上涨了约5000倍。涨幅如此之大，全在于复利的贡献，但是其每股盈利年均增长率仅约为19.8%，并没有超过20%。

也就是说，哪怕你50多年前建仓，全仓持有菲利浦·莫里斯这只最牛的股票，至今仍不能超越巴菲特的投资业绩。由此看来，巴菲特也不是几十年持股不动，一竿子插到底，否则不可能达到20%以上的回报水平。事实上，巴菲特一生中曾投资过200多家公司，但是持有超过3年的只有约20多家。

所以说，哪怕是牛股，也要做仓位调整。该买时要加大仓位，该卖时要降低仓位。只有做好仓位动态管理，才可以锦上添花，提供超额投资回报。

如果一个企业可以称得上是好企业，那么利润率水平最起码要达到8%。当然，这个标准也不是僵化的，不能只看一年的情况，要结合历史数据和预计数据来进行综合性和连续性的分析。利润率不能只看一年，一般来讲，在3~5的时间里，平均利润率要达到8%以上。

一般来讲，在产品的不同成长期会采取不同的定价策略，利润率会有相应变化。如为了抢占市场并提高市场占有率，在产品推广期，定价不会太高，加之收入回笼和费用支出会有时滞，短期内利润率可能不高。

例如，广州药业2012年7月份开始直接运营王老吉凉茶，红罐王老吉和瓶装王老吉在会计核算上计入新成立的王老吉大健康公司里面。2012年度红罐王老吉和瓶装王老吉共实现销售约27亿元，但是王老吉大健康公司2012年度净利润只有约3000万元，利润率只有约1%。但是，这主要是由于为快速扩大市场占有率而向经销商低价让利和短期投入包括渠道费用、人工费用、广告费用等大量前期市场推广费用而造成的，并不能反映王老吉的真实利润率水平。



高利润率行业分布

按照2011年度世界500强公司销售收入排序，比较知名的消费品公司利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



润率是这样的：苹果公司利润率为24%，雀巢为11%，中国移动为14%，宝洁为14%，微软为33%，辉瑞为15%，百事可乐为10%，强生为15%，联合利华为9%，诺华为15%，卡夫食品为7%，罗氏制药为21%，赛诺菲为16%，默克制药为13%，可口可乐为18%，葛兰素史克为19%，谷歌为26%，欧莱雅为12%，达能为9%，渣打为20%。

2011年中国500强中的消费品公司利润率由高到低排名如下：贵州茅台为48%，百度公司为46%，网易公司为44%，工商银行为44%，北京银行为43%，南京银行为43%，建设银行为43%，兴业银行为43%，宁波银行为41%，浦东发展银行为40%，中信银行为40%，交通银行为40%，光大银行为39%，广州汽车集团股份为39%，中国银行为38%，招商银行为38%，腾讯控股为36%，平安银行为35%，泸州老窖为34%，民生银行为34%，农业银行为32%，洋河股份为32%，五粮液股份为30%。

从以上排名可以看出，在中国，银行业、大型平台型网络公司、高端酒行业利润率较高。

超额利润要么来源于品牌美誉度，要么来源于垄断，要么来源于独有的资源。但是，时尚总在变化，消费者的口味总让人捉摸不定，维持品牌美誉度是一项艰辛的工作；垄断，包括技术垄断和资源垄断，迟早也会随着科技的发展被打破或被替代。投资者不但要关注利润率水平，更要了解是什么因素在支撑利润率水平。

在中国，这几年银行业日子特别好过。在盈利方面，不论是绝对额，还是利润率，都远远领先于其他行业。2012年中国GDP约为52万亿元，全行业净利润约为2万多亿元。而中国银监会2013年3月1日公布的数据显示，2012年整个银行业赚取的利润总额接近1.24万亿元，较2011年增加1974亿元，银行业利润占到了国民经济利润总额的约50%。

从上市公司范围来看，2012年全部上市公司整体净利润约为19544亿元，其中16家上市银行净利润总额为10270亿元，上市银行利润同样占了全部上市公司利润的半壁江山。

在中国，金融管制很严格，银行业属于准垄断行业。外资银行业务范围受到很多限制，民营小额贷款公司等影子银行规模还不大，有的还处于试水阶段，而国有银行占据了绝对市场地位。国有银行业运营效率常常受到质疑，相比辛辛苦苦赚取微薄利润的制造类企业，社会舆论对银行业颇有微词。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，银行股还有投资价值吗？综合来看，可以从以下几个方面来考量银行股的投资价值。

一是银行业不是夕阳产业，相反，银行业从来都是朝阳行业。经济越发展，金融业在国民经济中的作用和地位会越强，银行与居民的关联会越紧密。如今，大家出门必带三样东西——手机、钥匙和钱包，钱包里必有银行卡，而且不止一张。这说明人们的日常生活离不开银行。

未来社会，资源配置的速度会越来越快，资源配置的效率也会越来越高，在这个过程中，银行将扮演不可或缺的角色。虽然金融业要面对"脱媒化"（即资金可以通过证券、基金和债券方式脱离银行媒介实现供需匹配）的挑战，但是这些直接融资的方式必须依赖完善的社会及企业信用体系，并要以诚信机制和完善的法制体系来作保障，这是一个很缓慢的过程。就目前情况来看，至少在未来几十年内，银行存款和刷卡消费仍然是居民金融活动的主要方式，传统银行业务仍然大有作为。

看看美国金融业的今天就可以预判中国金融业的明天。虽然美国金融业非常饱和，竞争非常激烈，但是巴菲特的伯克希尔·哈撒韦仍持有富国银行、美国运通、美国合众银行、高盛等共7只金融股，合计市值约为几百亿美元，在伯克希尔组合中依然占有很大权重。

二是银行业有国家信用托底，投资银行股至少不会血本无归。经济形势好时，银行业赚大钱；经济恶化时，哪怕其他行业公司破产清算，银行业也不会破产，顶多被收购重组。换句话说，如果银行不行了，其他还有什么行业可以行呢？银行业是为数不多的风险和收益不对称的行业。对于投资者来说，银行股是不错的可选标的，有人说，把钱存银行不如买银行股，还是有一定道理的。

三是中国银行业净息差已经与世界水平接轨。目前，大家对银行业的认识可能存在一些误区，例如，错误地认为中国的息差是全球最高的，其实包括美国在内的多国银行的息差长期高于中国，不存在一旦放开金融管制净息差就会陡然跌落的问题。

工行一份内部研究报告提供的数据显示：2010 年上半年，按《银行家》2010 年全球大银行一级资本排序，排名靠前的美国银行、摩根大通、花旗集团、苏格兰皇家银行、汇丰控股、富国银行、法国巴黎银行、桑坦德银行和巴克莱银行共9家国际大型银行，其净息差平均水平为2.88%。其中，美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



银行业普遍高于其他地区，美国银行、摩根大通银行、花旗集团和富国银行分别为 2.85%、3.06%、3.15% 和 4.33%。同期国内 5 大商业银行的平均净息差为 2.34%，低于国际银行平均水平约 0.54 个百分点。

数据显示，2012 年工商银行、建设银行、中国银行、浦发银行的平均利差水平约为 2.5%，而发展中国家经济体样本的平均利差约为 4.3%，发达国家经济体样本的平均利差约为 2.7%。

有种观点认为，就中国银行业现状来看，如果利率市场化，由于存款是刚性的，贷款是供不应求的，因此利差反而有可能会扩大。

四是银行的商业模式简单。银行不用搞研发，基本不用购买大型设备，没有很高的资本支出，最基本的业务是存贷业务，左手收钱，右手放贷，坐收利差，业务稳定。银行业客户黏性和忠诚度很高，其他竞争者比较难进入。据说通用电气 CEO 韦尔奇介入金融业务后，感叹和通用电气传统业务相比，金融业务太简单了，太容易赚钱了。

在中国，金融业是受管制行业。随着经济的不断发展，居民和企业贷款需求不断增加，新增银行的供给相对受限，银行业基本属于卖方市场，在供求规律影响下，银行业的盈利还是有一定保证的。银行业虽然是传统行业，但并不是夕阳产业。1960 年，国际 10 大银行中有 6 家在美国上市，几十年过去了，虽然科技高速发展，社会发生很大变迁，但是这些银行股还是跑赢了大盘。

五是目前（2013 年年中）银行股被低估了。按 2012 年业绩，银行股静态市盈率在 5～8 倍之间，市净率为 1 倍多一点，考虑到银行业稳定的业务，银行股的估值水平非常低。现在银行股市值和账面历史成本基本相当，具备较高的并购价值，买银行股就等于不用亲力亲为劳筹备之苦开银行。

虽然 2012 年银行业业绩增速约为 19%，小于前两年 30% 以上的增长水平。但是在如此低的市盈率下，哪怕业绩不增长，仅靠利润（红利）回报就可达 15%，简直可以和高利贷媲美了。虽然银行股分红率只有约三分之一，现金分红回报在 4%～6% 之间，相比宝洁的高分红率或者通用电气的现金股票回购还有一定差距。但是银行业是以钱生钱的行业，即使分红不多，如果能将剩余盈余资金补充资本充足率，则可以扩张银行的货币杠杆效应，进而放大贷款能力，最终提升业绩。

还有，很多大型银行都有自己的商业物业。例如，陆家嘴的高楼大厦很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多都是银行的自有商业物业，中国各地的银行分支机构也有很多的自有商业房产。这些商业房产建设期较早，以历史建造成本入账，这些年，由于中国地价和房产的大幅升值，这部分资产升值很多。但是按照中国会计准则，地产重估增值一般不能入账，更不能计入利润（有的国家或地区会计准则允许这样做，如恒大在中国香港地区上市，采用中国香港地区公认会计准则，2011 年净利润 114 亿元中约有 1/3，即约 40 亿元是地产重估利润）。因此，这部分商业房产是被低估的隐藏资产。

叶公好龙的故事大家都知道，为什么当机会来临时，大家反而畏手畏脚了呢？想当初，招行市盈率曾高达 30 多倍，市净率也曾高达 6 倍多，那个时候又何必为了所谓价值投资的名义冲进去了呢？

六是要注重挑选个股。美国联邦存款保险公司（FDIC）报告显示，美国银行业 2012 年全年实现净利润 1413 亿美元，同比增长了 19.3%，是自 2006 年创造 1452 亿美元净利润后的历史第二高点。美国商务部经济分析局 2013 年 1 月 30 日公布的 GDP 先行估算结果显示，2012 年美国名义 GDP 为 156760 亿美元，实际增长 2.2%。2012 年中国经济总量只有美国经济总量的约 53%，但是中国银行业的净利润总额却超过了美国银行业。考虑到美国整体企业利润率远超中国（约为 8% ~12%，约是中国的 2 倍）这一因素，美国银行业净利润总额只约占美国全行业净利润总额的 1/8，而这一比例在中国却高达 1/2。

因此，从中长期来看，中国银行业在未来继续跑赢国民经济增长的可能性不大。况且，银行业在中国属于金融准垄断行业，随着市场化的深入和改革的深化，将会有更多的社会资本参与进来分享这块蛋糕，使得金融市场的供应方逐渐增加，利润率有逐步向社会平均利润率靠拢的趋势。

但是，美国银行中资产超过 100 亿美元的大银行仍是行业利润增长的支柱，这些银行包括美银美林、花旗、摩根大通、富国银行、高盛等，它们的数量加起来仅占 FDIC 全部银行名单的 1.5%，但是却贡献了 82% 的净利润，并在美国市场上的资产占比达 74%。由此看来，美国银行业集中度很高，是赢者通吃的天下。截至 2012 年年底，中国银行业金融机构共有法人机构 3747 家，仅全国性商业银行就有数十家。其中，规模最大的工行市场份额占比约为 13%，工、农、中、建、交五家最大银行合计市场份额不到 45%。中国银行业的市场集中度与美国相比还很低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



因此，投资银行股不能眉毛胡子一把抓。虽然银行股之间的分化程度不像其他行业那么明显，但是，银行股今后也将面临洗牌的考验，二八分化现象也会上演。投资银行股也要精挑细选，做错了个股也会跑输大盘，甚至出现亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章

财务投资标准6　盈收增长率大于10%



长城为什么那么长

长城为什么那么长？——是祖国的壮阔山河需要它这样。同样，营业收入对企业的重要性不言而喻，收入基数的不断增加是维持利润增长的基本保障。理想状态是量价齐升，即出货量和售价共同增加。只跑量不跑价，或者只跑价不跑量，都不是好公司的标准。

小富即安的公司过度担心市场风险，不敢大步伐扩张，营业收入增长很缓慢，因此很难把企业做大做强。其实，好公司并不会无视风险，一味猛打猛撞；与此相反，成功的企业往往擅于在控制风险的前提下，“得时无怠”，及时把握难得机遇。

国家的发展也是如此。中国改革开放后的第一个30年的发展主要表现为经济体量的增长，“收入”的增长更为重要。在GDP总量位列世界第二后，第二个30年的发展将主要体现为经济结构的调整和增长质量的提升。先规模为要，后效益为要，这是在经济规律作用下，中国经济自我选择的必然结果。

一个拳击手如果达不到一定的体重量级，哪怕技术非常好，也难以成为拳王。在不同的市场阶段，企业应当权衡收入和效益的辩证关系，结合短期目标和中长期目标，采取不同的发展策略来达到股东收益的最大化。

中国消费市场近年来一直保持着非常快的增长速度，面对国内巨大的内需消费市场，消费品企业应当把收入的增长放在企业战略中更为重要的位置。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



小富即安、安于现状、不思进取的企业很容易被市场经济的大潮所淘汰掉。

上海家化 2012 年并报公布的未来 5 年公司调薪总原则是这样表述的：

1. 如果公司化妆品销售收入年增长比例在 15% ~20% 之间，则工资总额增长比例也是 15% ~20%，即如果化妆品销售收入增长比例是 18%，则加薪比例也是 18%。

2. 如果公司化妆品销售收入年增长比例超过 20%，化妆品销售收入在 20% 增长的基础上每增长 1%，公司工资总额增长比例为 2%，即如果化妆品销售收入年增长比例是 21%，则加薪比例是 22%；化妆品销售收入年增长比例是 22%，则加薪比例是 24%，以此类推。

3. 如果公司化妆品销售收入年增长比例在 10% 以上不到 15%，则高管工资增长比例是 5%，其他员工工资总额增长比例依然是 10%。

4. 如果公司化妆品销售收入年增长比例不到 10%，则所有高管不加薪，其他员工工资总额增长比例是 10%。

由此看来，上海家化未来 5 年的薪酬政策并没有和盈利挂钩，而是与营业收入挂钩。虽然坐到了国内日化行业的第一宝座，但是家化深知其真正的对手其实是国外日化巨头，以家化目前的体量还难以与其抗衡，所以收入的增长是目前更需要关注的重点。



利润增长率不低于收入增长率

企业成长性最终体现为净利润增长速度，其他诸如总资产增长率、固定资产增长率、资产周转率、应收账款周转率、速动比率等指标都要落脚到利润增长上来。如果企业资产的增长，即规模的扩大不能带来每股收益的增长，那么这种增长只是重复建设铺摊子，大而不强，其实是在做无用功。

一般来讲，好公司的每股收益年增长率要达到 10% 以上，考虑到短期因素的影响，一般取前 3 年平均数，即最近 3 年平均增长率要达到 10% 以上。在股本规模不变的前提下，每股收益增长率与净利润增长率是一致的；如果发生增资扩股，利润可能会被摊薄，净利润增长率可能大于每股收益增长率，甚至出现净利润增长率为正而每股收益增长率为负的情况。因此，每股收益增长率要结合净利润增长率一同进行分析。

中国 GDP 年均增长率约为 8%，8% 是实际增长率，不是名义增长率。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果考虑物价上涨因素，名义增长率要达到10%以上，名义增长率减实际增长率的差值是平减指数，近似等于通货膨胀率。

对于企业会计核算来说，会计数据是实际货币数，并不需要“平减指数”来进行调整。GDP增长率是一个国家或地区的整体经济增长速度，好公司的成长性水平自然要高于GDP增长率。因此，每股收益增长率达到10%以上并不是一个很高的要求。事实上，很多高成长性企业的每股收益增长率保持在20%甚至30%以上。

其实，不要小看这10%的增长速度。爱因斯坦说过，复利是世界第八大奇迹。关于复利的威力，有一个不错的例子可以来阐述：假如一张纸厚0.1毫米，1万张纸叠加在一起是1米高。但是如果把这张纸折叠52次，会有多高？——2.25万亿千米！复利揭示了财富增值的秘密。在复利的作用下，长期来看，10%的增长速度意味着未来丰厚的回报。

按照复利计算的“72”法则，即年增长率乘以增长年数等于72则意味着基数翻番。如果每年能保持10%的增长速度，则7.2年后本金翻倍；14.4年后，翻两番，净值是原始本金的4倍；21.6年后，翻三番，净值是原始本金的8倍；28.8年后，增加到16倍；36年后，增加到32倍；43.2年后，增加到64倍；50.4年后，增加到128倍。

这就意味着，如果投资收益每年达到10%，那么年轻时投资1万元，老年时就可以成为百万富翁；如果投资10万元，老年时就是千万富翁；如果投资100万元，老年时就是亿万富翁。

如果投资收益比10%哪怕多一个百分点达到11%，那么在复利的作用下，50年后总回报要比上例多近1倍。如果年增长率达到15%甚至20%以上，那最后简直就是一个天文数字，富可敌国。

比如，据统计，1965—2006年42年间，标准普尔500指数年均增长率是10.4%，累计增长了约65倍；而同期巴菲特的伯克希尔·哈撒韦投资组合净资产增长率是21.5%，累计增长了约3612倍。两者年均增长率相差约11个百分点，但是在42年复利的作用下，最后的净值却相差了约56倍。

话说回来，在几十年的时间里一直维持很高增长率是一件非常难的事情。据统计，在美国股市，40年内每年都持续增长的企业只有6个。在中国股市，过去10年业绩每年都增长的公司也就几十个而已。所以，选择好公司如同是在万千匹马里选择千里马一样，是一项难度很高的工作。

最后再补充一点，一个企业的成长性最终要落脚到盈利增长上。因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



好的企业，其净利润增长率不能长期小于收入增长率，要基本保持同步，最好是净利润增长率大于收入增长率，即利润率呈现上升趋势，这样才算体现出了真正良好的成长性。表 14－1 是一些上市超过 10 年的典型快消品公司，2002—2012 年盈收增长情况和同期股价大致涨幅情况，以作参考。

表 14－1　典型快消品公司发展概况　　单位：亿元

	2002 年		2012 年		2002—2012 年累计		股价涨幅（倍）
	收入	净利润	收入	净利润	收入增长（倍）	净利增长（倍）	
茅台	18.35	3.77	264.55	133.08	14.42	35.30	27
五粮液	57.07	6.13	272.01	99.35	4.77	16.21	10
泸州老窖	10.45	0.51	115.56	43.90	11.06	86.08	10
山西汾酒	5.15	0.16	64.79	13.27	12.58	82.94	12
古井贡酒	5.26	0.47	41.97	7.26	7.98	15.45	10
酒鬼酒	3.83	－1.45	16.52	4.95	4.31	—	6
沱牌舍得	8.45	0.10	19.59	3.70	2.32	37.00	8
古越龙山	4.83	0.64	14.22	1.91	2.94	2.98	3.5
青岛啤酒	69.37	2.31	257.82	17.59	3.72	7.61	8
燕京啤酒	27.67	2.01	130.33	6.17	4.71	3.07	3.5
张裕	9.28	1.11	56.44	17.01	6.08	15.32	10
双汇发展	47.60	2.00	397.05	28.85	8.34	14.43	7
伊利股份	40.11	1.42	419.91	17.17	10.47	12.09	12
承德露露	10.75	0.52	21.38	2.22	1.99	4.27	4
云南白药	11.01	0.94	136.87	15.83	12.43	16.84	13
天士力	9.30	1.18	93.00	7.69	10.00	10.25	10
同仁堂	19.92	2.50	75.04	5.70	3.77	2.28	7
东阿阿胶	5.70	0.87	30.56	10.40	5.36	11.95	5
片仔癀	2.12	0.59	11.71	3.49	5.52	5.92	9
中恒集团	2.84	0.27	19.46	7.13	6.85	26.41	8
中新药业	18.39	0.85	51.30	4.41	2.65	5.19	2.5
九芝堂	9.05	0.63	10.42	1.12	1.15	1.78	4
上海家化	13.63	0.75	45.04	6.15	3.30	8.20	14

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章
财务投资标准7　自由现金充沛



频繁融资是寄生虫行为

企业开展生产经营活动需要经常持有或多或少的自由资金。自由资金主要来源于原始股东的发起投入、再融资募集、公司收益历年留存（即未分红和未投入再生产的资金）、企业内部积累（即按国家规定提存的各项专用基金、公积金等），这些资金归属于股东权益，是自有现金的概念。另外，公司预收款和延迟支付的应付款、客户保证金、长期银行借贷，虽然在账上表现为负债，但只要时间够长并且滚动续存，也可以视作准自由资金。

从会计报表上来看，自由资金主要体现在资产栏中的现金和银行存款会计科目下。如果以现金购买短期理财产品，一般体现在交易性金融资产科目下。要注意的是上市公司提供的是合并会计报表，是以母公司（即上市公司本身）为主体编制，经过内部抵消，经合并抵消分录调整后的报表。合并报表各会计科目余额是各子公司（纳入合并范围公司）会计科目余额按照一定规则加总和抵消后产生的。如果合并报表显示自由资金很多，并不一定是上市公司主体现金丰沛，很可能是下属子公司的流动资金起了作用。

自由资金多的公司不一定都是好公司，但是好公司一般自由资金较多。一般来讲，好公司的产品畅销，甚至某些稀缺品供不应求，经销商和分销商要提前打款才有可能提到货物。此类公司应收账款非常少，几乎没有坏账损失；预收账款较多，财务费用常常体现为负值，即不但基本上没有贷款，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



会产生贷款利息，而且还有存款利息收入。

在做大还是做强的先后顺序上，中国国企一般喜欢先做大，再做强，因为规模更能体现于国企领导的“业绩”和影响力。在这种思路下，大批巨无霸国有企业并不是将自由资金用于向投资者分红或回购股票，而是用于扩充产能，甚至追加债务用于项目投资。

这种以“规模”而不是以“投资回报率”为指挥棒的投资项目必然产生大笔折旧，拖累企业业绩，能勉强不亏损就不错了。如果投资项目未来不能盈利，则会利用国企优势继续筹措资金，追加投入，维持“僵而不死”的状态，陷入越投资越亏损的怪圈。

真正的好公司，总是将做强（企业效益）放在更加重要的位置。项目赚钱了，规模自然会上去。此类企业多属轻资产企业，善于利用现有设备和产能完成追加订单任务，即使扩张产能也不需要过多资本投入，属于投入较少而产出较大，投入产出比很好的企业。将企业效益放在首位，其实是把股东利益和资本回报放在第一位，这才是真正市场化的企业。

好公司是“现金牛”型公司，对于消费品公司来讲更是如此。一次资金投入后，现金牛公司基本上可以依靠盈利增长和自有资金循环而实现内涵式发展。即使将留存收益用于再投资，分红率可能会下降，但是钱可以生更多的钱，并避免大笔财务费用的支出，从而更利于实现股东回报的最大化。

与之相反，有些上市公司象征性地先分一下红，然后不久再抛出一个天量融资方案，打一个嘴巴给个甜枣吃，施小惠而得大利，轻易地就把投资者的钱忽悠进来。如果碰到宏观经济面趋好的时候还可以勉强赚些钱，就算经济面恶化，融来的钱还可以让公司继续苟延残喘，只要不退市、不破产，高管们的日子依旧过得很滋润。此类企业说白了是资本市场的寄生虫。因此，做投资要坚决回避总是大笔融资的企业。

在股票交易行情软件里，在 F10 中的“分红扩股”栏目项下，可以查到关于融资和分红的指标，翻到最后一页，有一个“统计比较”表格，表格中显示历年累积的总融资额、总派现额、总融资额与总派现额之比等指标。从这些指标中可以看出公司上市后从投资者口袋里拿了多少钱，又分给投资者多少钱，非常有参考价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现金流量分析

权责发生制和收付实现制是会计核算的两种方法。权责发生制指凡是在本期内已经收到和已经发生，或者应当收到的一切收入和应当负担的一切费用，不论其款项是否收到或付出，都作为本期的收入和费用处理；反之，凡不属于本期的收入和费用，即使款项在本期收到或付出，也不应作为本期的收入和费用处理。

收付实现制是以现金收到或付出为标准记录收入的实现和费用的发生。按照收付实现制，收入和费用的归属期间与现金收支行为的发生期间一致，现金收支行为在其发生的期间全部记作收入和费用，而不考虑与现金收支行为相连的经济业务实质上是否发生。

新中国成立初期，中国会计核算参照苏联模式，采取的是收付实现制。现在，包括中国在内的世界各国普遍采取权责发生制。在权责发生制下，会计利润和经营现金净流入往往不尽相同，折旧因素、应收应付因素、待摊因素、预提因素、递延税项因素、存货因素、资产减值因素及公允价值变动因素等都会造成两者之间的差异。

企业现金流量分为三大类：经营活动现金流量、投资活动现金流量和筹资活动现金流量。

经营活动是指直接进行产品生产、商品销售或劳务提供的活动，是企业取得净收益的主要交易事项。一般来讲，经营活动产生的现金流入项目主要有：销售商品、提供劳务收到的现金，收到的税费返还，收到的其他与经营活动有关的现金；经营活动产生的现金流出项目主要有：购买商品、接受劳务支付的现金，支付给职工以及为职工支付的现金，支付的各项税费，支付的其他与经营活动有关的现金。

如果现金过量流入存货项目，并没有带来相应营业收入的增长，则不是好现象。这不仅会使企业的资金变现能力受到影响，还有可能形成资产积压，造成损失，因此，必须采取有效措施，严格控制存货规模。同时，根据提供的现金流量信息，企业管理者可以预测和估量企业未来营业产生的现金流，决定企业短期现金持有量，为企业内部财务管理和长期投资服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资活动是指长期资产的购建和不包括现金等价物范围内的投资及其处置活动。一般来讲，投资活动产生的现金流入项目主要有：收回投资所收到的现金，取得投资收益所收到的现金，处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额，收到的其他与投资活动有关的现金；投资活动产生的现金流出项目主要有：购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金，投资所支付的现金，支付的其他与投资活动有关的现金。

根据投资活动现金流量，可分析机器设备、其他固定资产、有价证券、递延资产等在本年内增减的情况，检查其合理性。如果现金在一定时期大量流向固定资产，并伴随着现金流入、存货与费用支出的同时增加，同一时期的现金流出量大于现金流入量，这时企业很可能处于扩大发展时期。如果扩张是在正确的企业发展战略指导下，并被限制在企业财力偿还能力允许的预算范围内，则企业可通过募股、发债、商业信用、融资租赁等形式筹措资金，并通过资金成本分析选择最佳的资金募集方式。

筹资活动是指导致企业资本及债务规模和构成发生变化的活动。一般来讲，筹资活动产生的现金流入项目主要有：吸收投资所收到的现金，取得借款所收到的现金，收到的其他与筹资活动有关的现金；筹资活动产生的现金流出项目主要有：偿还债务所支付的现金，分配股利、利润或偿付利息所支付的现金，支付的其他与筹资活动有关的现金。根据筹资活动的现金流量，可以分析现金增加的来源与渠道，并与上年相比，分析其增长情况，评价筹资活动是否正确。

与此对应，企业现金净流量包括：经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量。经营活动所创造的净现金流入才是维持企业长期良好经营状况的源泉，没有哪家企业能够长久地发展而不依赖于其经营活动的敛财能力。因此，在对现金流量表进行分析时，应特别关注经营活动现金流量状况。

另外，还可对现金流量表进行纵向分析，考察同一时期企业现金流入、流出的变动情况。如果企业未扩大生产规模而材料支出增加，经营现金流入未变或增加幅度不如材料费用支出增加幅度，则说明产品售价涨幅赶不上原材料的涨幅。这时企业管理者就应该特别注重内部管理和成本控制，采取措施尽可能降低资金耗费。如果销量增加或未变，而经营现金流入比前期减少，则有可能是应收账款、票据、预付账款增加了。这时虽有良好的账面盈利性，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但净现金流量却减少甚至为负。企业管理者应注意比较采用赊销方式增加销量带来的效益与延缓收款可能引起的损失孰大孰小，并根据购货单位信用情况，采用合理的结算方式。

净利润现金含量是指生产经营现金净流入与净利润的比值。一般来讲，该指标越大越好，表明企业销售回款能力较强，成本费用低，财务压力小。比如，企业收到大量预付款，没有确认收入，不计算利润，但是现金净流入很多，净利润现金含量会比较高。但是，某些特殊类型的企业净利润现金含量也会比较高，一些折旧额非常大的企业，如重化工业类企业，由于大额折旧的因素使得生产经营现金净流量大大高于会计利润。

因此，对于这个会计指标要具体情况具体分析。一般情况下，生产经营现金净流入与会计利润相差不要太大，反之要仔细分析会计报表，找出具体原因。另外，经营比较稳健的企业净利润现金含量往往比较稳定，每年的波动很小，反之也要分析原因。



财务分析举例："百元市值—收入"财务模型法

"百元市值—收入"财务模型法是笔者自创的财务分析方法。该方法超越了单纯对财务三大报表所进行的一元化分析，着重于从投资的角度建立"投资—财务"两方面关系，并从"投资人—企业方"的视角入手进行二元化数据比较分析，避免了一元化报表分析的片面性。如果仅单纯进行报表分析，可以找出一个好企业，但是并不一定是好的投资标的，因为忽视了投入要素，可能会买高，买高的结果就会亏钱。该财务模型不但有助于理解企业盈利内涵和原因，还可以一目了然地比较企业优劣和投资价值，具有很高的参考意义。

"百元市值—收入"财务模型的构建分为四个步骤。

第一步：首先是建立投入资金与企业营收的关联关系。消费和投资都要花钱，简单来讲，消费花钱购买的是产品效用，投资花钱购买的是企业盈利能力。盈利能力强的企业投资回报才高，而盈利能力主要体现在企业营收方面，即在营收数量和质量两方面俱佳的企业才具备较高的投资价值。"百元市值—收入"财务模型参照实业领域 PE 股权并购的手法，假定投资者全盘收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上市公司全部股票，从获取企业营收能力的角度来进行财务分析。

第二步：其次是量化“市值—收入”基准。收购一个公司全部股票，得到其全部营收；购买公司一股股票，得到一股股份所对应的营收。由于投资是通过投入固定金额来获取尽量多回报的经济行为，为便于比较分析，假定每家公司均投入100元，即每家公司的投资基数都是100元，则得到100元市值（股票）所对应的营收。

第三步：最后是营收数据结构分析。以100元市值（股票）所对应的营收为研究对象，结合成本、毛利、三项费用、投资收益、净利等指标要素来细化营收数据结构，按照财务报表逻辑关系和会计勾稽关系，得出毛利率、利润率、市盈率等财务标准投资指标，对这些指标进行比较分析。

第四步：以公司最近一个会计年度数据为对象来分析，得出的是静态财务模型数据；以公司最近一个模拟会计年度数据为对象来分析，即以最新公布的单季报往前追溯倒推至整个会计年度的数据为对象来分析，得出的是动态财务模型数据。动态财务模型数据更具有时效性，参考价值较静态财务模型数据更大。

下列各表是A股主要快消品上市公司按照产品分类，通过“百元市值—收入”财务模型得出的财务指标数据，同时是依据2012年年度报告，并以2013年10月17日的收盘股价为基准所做的静态模型数据；其中税金暂未列出，包括营业税（附加）、所得税。供大家参考（单位为元，“—”表示可以忽略不计）。

以贵州茅台举例说明：假如在2013年10月17日以100元购买贵州茅台股票，则相当于获取了17.7元的主营业务收入，对应主营业务成本为1.4元，对应毛利为16.3元；然后再扣除1.5元的管理费用、0.8元的销售费用、-0.3元的财务费用和4.8元的税金及0.6元的杂项（税金和杂项本表未列出），最后净得利润为8.9元，即100元的投入最终获取了8.9元的利润，因此市盈率约为11倍。

由此可以看出，投资者获得的利润与茅台销售产品获得的利润不是一个概念。在业绩稳定的前提下，茅台企业利润率为50%，表明每卖出100元的茅台酒，可以获利50元；但是投资者购买茅台股票，每投资100元每年相当于获取了8.9元利润，远高于银行存款利息。

同理，选取双汇发展来看：依据表15-2，每卖出100元产品，双汇发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以获利 7.3 元；而投资者每购买 100 元双汇发展股票，每年相当于获取了 2.8 元利润。其他公司以此类推。

表 15－1　酒类公司　　单位：元

	收入	成本	毛利	管理费用	销售费用	财务费用	投资收益	净利润	毛利率（%）	利润率（%）	市盈率（倍）
贵州茅台	17.7	1.4	16.3	1.5	0.8	-0.3	—	8.9	92	50	11
五粮液	39.4	11.6	27.8	2.9	3.3	-1.1	—	14.3	71	36	7.0
泸州老窖	39.7	13.6	26.1	1.8	2.3	-0.1	1.3	15	66	38	6.7
山西汾酒	41.0	10.4	30.6	2.7	8.7	-0.3	—	8.4	75	21	12
古井贡酒	45.1	13.1	32.0	4.2	11.6	-1.0	—	7.8	71	23	13
青青稞酒	13.5	4.3	9.2	0.8	1.6	-0.3	—	3.4	68	25	29
金种子酒	37.0	12.9	24.1	1.8	5.0	-0.5	—	9.0	65	25	11
水井坊	26.6	5.2	21.4	2.9	7.6	-0.1	—	5.5	81	21	18
酒鬼酒	31.1	6.7	24.4	2.5	6.1	-0.1	0.7	9.4	78	30	11
沱牌舍得	40.0	15.7	24.3	3.8	5.8	0.7	0.4	7.6	60	19	13
伊力特	36.5	20.1	16.4	1.7	2.8	0.2	—	4.9	45	14	20
老白干酒	48.8	22.5	26.3	3.2	12	0.4	—	3.3	54	6.7	30
古越龙山	18.2	11.3	6.9	1.2	2.5	0.2	—	2.4	38	14	42
金枫酒业	23.3	10.8	12.5	4.2	4.2	-0.1	—	2.5	54	11	40
青岛啤酒	41.1	24.6	16.5	20.3	7.8	-0.3	—	2.8	40	6.8	36
燕京啤酒	61.0	37.5	23.5	5.7	7.4	0.7	0.2	2.9	38	4.8	35
张裕	25.5	6.4	19.1	1.1	7.0	-0.1	—	7.7	75	30	13

表 15－2　食品类公司　　单位：元

	收入	成本	毛利	管理费用	销售费用	财务费用	投资收益	净利润	毛利率（%）	利润率（%）	市盈率（倍）
双汇发展	38.9	32	6.9	1.3	2.0	—	0.1	2.8	18	7.3	36
伊利股份	44.1	31	13.1	2.9	8.2	0.1	—	1.8	30	4.1	55
光明乳业	48.1	40.1	8.0	1.5	13.3	0.2	—	1.1	36	2.2	93
贝因美	21.0	7.4	13.6	1.9	8.6	-0.1	—	2.0	65	9.5	50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

	收入	成本	毛利	管理费用	销售费用	财务费用	投资收益	净利润	毛利率（%）	利润率（%）	市盈率（倍）
承德露露	18.6	11.5	7.1	0.6	3.7	—	—	1.9	38	10	52
三全食品	25.0	16.6	8.4	0.9	6.3	-0.1	—	1.3	34	5.2	76
三元股份	35.9	27.8	8.1	1.7	7.1	0.5	0.9	0.3	23	0.9	309
上海梅林	88.4	83.1	5.3	2.9	7.9	0.6	0.3	1.6	16	1.8	63
洽洽食品	34.9	24.1	10.8	2.2	4.4	-0.8	—	3.6	31	10	28
涪陵榨菜	11.9	6.9	5.0	0.5	2.2	-0.2	—	2.1	42	18	47
恒顺醋业	25.4	16.9	8.5	2.7	3.0	3.1	0.1	-0.8	34	—	—
煌上煌	27.7	19.9	7.8	1.9	1.9	0.1	—	3.0	28	11	33
皇氏乳业	24.5	16.3	8.2	1.7	5.4	0.4		1.0	34	4.2	96
好想你	38.7	26.4	12.3	3.6	4.7	-0.1	—	4.3	32	11	23

表 15-3 医药公司 单位：元

	收入	成本	毛利	管理费用	销售费用	财务费用	投资收益	净利润	毛利率（%）	利润率（%）	市盈率（倍）
云南白药	17.3	12.1	5.2	0.4	2.3	—	—	2.0	30	12	50
白云山	29.6	21.4	8.2	2.3	4.2	0.1	0.6	1.8	31	6.0	63
康美药业	26.4	19.8	6.6	1.0	0.8	0.7	0.1	3.4	25	13	29
天士力	21.1	14.6	6.5	1.1	2.7	0.2	—	1.7	31	8.3	57
同仁堂	25.7	14.4	11.3	2.3	4.8	—	—	2.0	44	7.6	51
东阿阿胶	10.5	2.8	7.7	1.1	2.7	—	0.4	3.6	74	34	28
华润三九	28.0	10.9	17.1	2.7	8.9	-0.1	—	4.1	61	15	24
汤臣倍健	4.7	1.7	3.0	0.4	1.2	-0.2	—	1.2	63	26	81
片仔癀	6.2	2.9	3.3	0.5	0.6	0.1	—	1.8	53	30	54
以岭药业	9.2	3.0	6.2	1.2	4.1	-0.2	—	1.0	68	11	97
中恒集团	12.7	3.5	9.2	1.1	4.0	0.4	2.2	4.7	72	37	21
中新药业	54.6	35.5	19.1	3.8	11.8	0.6	2.9	4.7	35	8.6	21
桂林三金	13.9	4.1	9.8	1.2	4.4	-0.1	0.1	3.5	70	25	29

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	收入	成本	毛利	管理费用	销售费用	财务费用	投资收益	净利润	毛利率（%）	利润率（%）	市盈率（倍）
奇正藏药	10.2	4.7	5.5	0.8	2.4	-0.1	—	2.1	53	20	48
马应龙	26.0	15.2	10.8	1.7	6.1	-0.1	—	2.9	42	11	34
山大华特	15.4	4.7	10.7	1.2	3.7	0.7	—	2.3	69	15	44
江中制药	57.3	35.6	21.7	2.7	13.5	0.3	—	4.0	38	7.0	25
太安堂	9.6	5.2	4.4	1.0	0.9	0.4	—	1.6	46	17	61
九芝堂	24.9	11.3	13.6	2.2	8.6	-0.1	0.5	2.7	54	11	38
千金药业	42.9	21.3	21.6	3.7	13.9	—	0.3	3.	50	7.6	31
汉森制药	13.4	3.4	10.0	1.0	6.7	-0.4	—	2.2	75	17	45
佛慈制药	12.7	8.6	4.1	1.1	1.4	0.1	—	1.4	33	11	70倍

表 15-4　日化及家居用品公司　　单位：元

	收入	成本	毛利	管理费用	销售费用	财务费用	投资收益	净利润	毛利率（%）	利润率（%）	市盈率（倍）
上海家化	14.2	6.4	7.8	1.6	4.4	-0.1	0.5	1.9	55	14	51
瑞贝卡	54.0	42.7	11.3	4.1	3.2	2.6	—	3.8	21	7.1	26
姚记扑克	17.4	13.2	4.2	0.9	0.3	-0.2	—	2.6	24	15	39

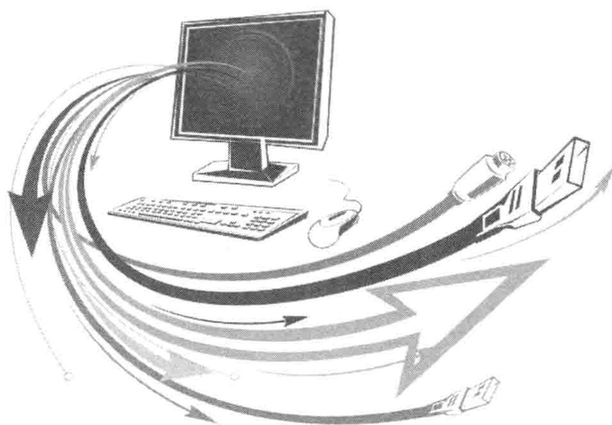
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三篇

操 作 原 则

资本市场藏龙卧虎，有多少流派就有多少操作手法，可谓十八般武艺，各显其能。有的是耐心狩猎的高手，像鳄鱼一样以静制动，等待最佳时机快速出击，一击毙命；有的是快速逃命的高手，设好止损点，像乌贼或壁虎一样看到苗头不对，就马上放出烟幕弹或断尾自救，逃之夭夭；有的是随机应变的高手，像变色龙一样，今天 A 题材，明天 B 重组，跟随市场热点变幻而改变；有的是扬长避短的高手，像蜘蛛一样发挥比较优势，在自己家门口设下埋伏，等待猎物自投罗网。总体上来讲，做股票万变不离其宗，条条大路通罗马，关键是要找到适合自己的操作方法。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章
操作原则1　不看经济好坏



经济周期的“罗素悖论”

从理论上来讲，股市和经济是正相关的，即经济好股市也好，经济不好股市也不好。但是，从实际情况来看，在某一时点，经济面的变化与股市波动在大多数时间里都没有同步过。股市要么提前于经济面，要么滞后于经济面；短则提前或滞后几个月，长则提前或滞后几年。

有个比喻，股市和经济的关系就像主人遛狗，主人手里牵着绳子，小狗总是围绕主人转，但是一会儿在前一会儿在后，一会儿近一会儿远，随机性很强，让人捉摸不定。

有句话说，股市是经济的晴雨表。但是，这个晴雨表要么早报，要么迟报，如果只盯着经济面做股票，被宏观经济牵着鼻子走，反而可能被误导。

中国2001年GDP约11万亿元，2012年约52万亿元，翻了两番多；可是10多年上证指数大致是原地踏步，基本上没涨。

当然，上证指数存在统计上的扭曲和误差，如果单计上市时间超过10年的股票，整体上约翻了一番，与10年债券复合增长相近。但即使这样，与GDP的增长幅度也有很大差异，股市和经济同步性和相关性打了很大折扣。

退一步讲，哪怕股市与经济表现同步，只盯着经济的好坏做股票同样不可行。2007年，中国经济一片大好，当时的股市是全球最贵的市场之一，当年上证指数最高点6124点时对应大盘市盈率约为50倍，市净率为7倍多；这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时不仅不能买股票，恰恰相反，应该是卖股票的时候。

2008 秋季，美国爆发次贷金融危机，中国经济严重恶化，坏到不能再坏。10 月，上证指数创下 1664 点历史低点，对应大盘市盈率约为 15 倍，市净率约为 2 倍。同样，这时谁要是卖掉了股票肯定会后悔一辈子，正确的做法反而是大举买进。

相比较而言，2013 年 6 月 25 日上证指数创下 1849 点的阶段历史低点，对应大盘市盈率约为 10 倍，市净率约为 1.4 倍。虽然经济表现不乐观，但从历史经验和估值角度来看，无疑已经具备了较高的投资价值。

如果只盯着经济好坏来做投资，就要对宏观经济的走向作出准确预测，通过“精准”把握经济周期的变化而实现“最大化”收益。不过经济学界有句打趣的话说，美国 20 世纪有过 9 次经济危机，可是经济学家却预测对了 10 次。——经济学其实是一套思维体系，某种角度上来说是哲学的一个分支，与自然科学中所涉及的可证伪性概念不同，很难通过重复实验来印证命题。经济学家不是预言家，经济现象无时无刻不在受到人的心理的影响，料事如神还要料人如神，这简直是不可能完成的任务。经济学的任务并不是预测世界，而是解释和分析世界。

退一步讲，如果经济周期真的可以预测的话，那么世上就不存在经济周期了——因为大家会提前改变自己的行为来规避或应对经济周期，从而最终使得经济周期被对冲掉而难以出现。

逻辑学上的悖论理论与此相似，著名哲学家、数学家、历史学家罗素曾经提出过一个“罗素悖论”的命题：某个村子的理发师称，“我只给村里所有那些不给自己理发的人理发”，于是有人问他，“你给不给自己理发”，理发师无言以对。如果理发师不给自己理发，他就属于自己所称的理发对象，那么他应该给自己理发；反之，如果理发师给自己理发，因为他说过只给村中不给自己理发的人理发，那么他不能给自己理发。所以无论这个理发师怎么回答，都会自相矛盾。

世界文学名著《唐·吉诃德》中有类似的故事：唐·吉诃德的仆人桑乔·潘萨跑到一个小岛上，成了这个岛的国王。他颁布了一条律令，即每一个来岛的人都必须回答一个问题：“你到这里来做什么?”如果回答对了，就允许他在岛上游玩；如果回答错了，就会被处死。某一天，有一个人这样回答道：“我到这里来是要被处死的。”回答令国王无所适从——如果国王让他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在岛上游玩，那么他说的“要被处死”的话就是错话，既然说错了，就应该被处死；如果国王要把他处死，他说的“要被处死”就是回答对了，就不该被处死。最后国王没办法，只好宣布法令无效并作废。

同样，中国古代也有皇帝寻求长生不老的故事涉及悖论理论：据说皇帝听说有个方士可以炮制长生不死之药，于是派了一个使者去请这个方士，如果请不来就要杀掉使者。使者好不容易找到这个方士，只获得了一服药，第二服还没炼出方士就溜掉了，于是这个使者干脆自己吃掉了这服药。回宫后皇帝要杀他，他急忙说，自己已经吃过长生不死药了，要是杀了他，则说明这个药是假的，使者无罪。搞得皇帝杀也不是，不杀也不是，只好把他放了。

类似的悖论例子还有：我说的全是谎话，这句话是不是谎话？测不准原理，这个原理准不准？

在生活中，算命是一种对人生的预测。算命讲求“信则灵，不信则不灵”——如果灵验，自然很好；如果不灵，那是因为来算命的人一开始就不相信，心不诚。如此一来，总可以把逻辑的漏洞讲圆。其实，在一个迷茫的人面前，算命师和心理医生可以起得同样的作用。自我暗示也好，心理疏导也好，事情还得要自己解决，我命在我不在天，凡事还是超然一点更好些。

总而言之，经济的好坏不好预测，经济周期也不好预测，做股票不能只看经济好坏，不能全凭宏观经济作决策。



两个误解的引申命题

既然经济周期不好预测，做股票不能全凭宏观经济作决策，由此引申出两个命题。

第一，仓位调整操作办法不足取。仓位操作是建立在可以准确预测经济、预测大盘的前提下。既然经济和大盘都不好预测，根据经济的好坏和大盘的涨跌“精准”“高抛低吸”的仓位操作手法其实并没有多少意义。

在股市下跌时，降低仓位的确可以减少一部分损失；但是，一旦股市上涨，则会丧失相应机会收益，算总账的话，很可能是得不偿失。

另外，就很多仓位操作实际情况来看，大家往往是在大盘底部区域不断减少仓位，当仓位降到空仓时，很可能就是大盘的底部；反之，大家往往是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在大盘顶部区域不断加大仓位，当满仓时或许正好碰上大盘的顶部。整个操作过程事与愿违，本想“抓波段”，却恰恰把方向做反了。况且，从世界范围来看，何时听说过哪个投资人纯粹是通过仓位管理而成为投资大师的呢？

其实，如果持有一个好的投资组合，满仓操作又有何妨？做股票选股是关键，好的股票一般不太会理会经济的好坏，而是按照自己的逻辑穿越经济的波动周期而曲线上涨，过去如此，现在如此，将来也会如此。如果整天为了些许“价差”而忙于仓位管理，很容易捡了芝麻，丢了西瓜，聪明反被聪明误，错失大牛股。

做股票就像农民种地，要一心一意专注于自己的“一亩三分地”，几分耕耘，几分汗水，几分收获，靠投机取巧怎么能取得丰收呢？

第二，靠把握周期股的“周期”来取得超额收益的做法不足取。所谓周期股，指的是股价的涨跌和经济周期的波动非常吻合的股票。周期股主要分布在工业产品中，一般来说，钢铁、化工、能源、建材、有色金属、工程机械、设备装备制造、运输等行业股票都可称为周期股。

周期股是大盘的放大器。在经济好转时，周期股业绩转变幅度较大，加之前期跌幅过多，股价会得到一定程度的修复，短期内表现为大盘上涨时它涨得更快；当经济低迷时，周期股首当其冲，最先出现经营面的恶化现象，短期内股价大幅下跌幅度大大超过大盘下跌幅度，让人猝不及防。总体上来讲，周期股的震荡和波动幅度要大于大盘。既然经济周期无法预测，靠把握经济周期来把握周期股的“拐点”的做法也没有多大的可操作性。

做个简单比喻：周期股是短跑选手，消费股是马拉松选手。在长跑比赛中，短跑选手快起来很快，慢起来也会很慢，可能会在短时间内领先，但是最终的胜利者还是马拉松选手。

道亦可道，做股票和做人的道理很相似：首先，舍得舍得，不舍亦无可得，舍的是周期股，得的是消费股。其次，有所为有所不为，为的是消费股，不为的是周期股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章
操作原则2　不看大盘



“种瓜得瓜，种豆得豆”

做股票不必紧盯大盘，道理很简单：股票涨跌的最终决定因素是其经营状况的好坏，即业绩的好坏，而业绩的变化与大盘的涨跌毫无关系。

当然，大盘好的时候股票也会水涨船高。但是，如果企业业绩不好，大盘好时个股可能会不涨反跌；如果企业业绩好，哪怕大盘下跌，个股也可以不跌反涨。

这就像开饭店，哪怕经济低迷，整个饭店行业都非常萧条，但如果自己的饭店产品好、服务好、价格合算，照样可以赚钱；如果不会经营饭店，哪怕经济再好，恐怕也难以赚钱。

做股票就像播种，选股如选种。选错了种子，再辛苦也没用；选对了种子，可以事半功倍。决定种子能长成参天大树还是小草的因素是种子的基因，而不是雨水的多少以及气温的高低。“种瓜得瓜，种豆得豆”，树种注定长成大树，草种注定长成小草。一个股票股价的表现是否亮丽，能否成为 10 倍股，能否给投资者带来丰厚收益，其决定因素是产品的核心竞争力，并不是大盘的好坏。忽视个股分析，只盯着大盘做股票，其实是一种短视行为。

事实上，如果选对了股票，大盘好的时候，股票涨得更快；大盘不好的时候，股票也很抗跌，甚至不跌。经过几个周期，在长期复利的作用下，股价的表现会大大超越大盘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



先看下美国股市。1964—1981 年共 17 年的时间，道·琼斯指数基本没涨，大盘没涨，可是这期间巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司的投资组合净值却上涨了好多倍，带动伯克希尔·哈撒韦股价相应上涨了好多倍。

再看下中国股市。虽然上证指数 2001 年中曾达到 2200 点，12 年后的 2013 年也达到了 2200 点，看似大盘 10 年没涨。不过，这期间上证指数其实被误读了，原因在于：2007 年大牛市时 IPO 发行了许多国企的大盘权重股，如中国石油、中国神华、中国人寿等，这些股票是典型的周期股，自 IPO 第一天上市暴涨后就开始了大幅下跌的漫漫熊途。由于上证指数是按照个股总市值的权重来计量的，因此，这些超大巨无霸市值的下跌大大拉低了上证指数，使得上证指数严重失真。

例如，2007 年 11 月 5 日上市的中国石油，上市开盘价为 48.6 元，至 2013 年 7 月底仅约为 8 元，总市值从约 8.89 万亿元下降至约 1.46 万亿元，仅此一家市值减少约为 7.43 万亿元，在统计上大大拉低了上证指数。

其实，2000—2013 年上半年，A 股市场上市公司数量从约 1000 家增长至约 2500 家，总市值约 5 万亿元增长至约 23 万亿元，分别是最初的约 2.5 倍和 4.6 倍，总体规模的发展基本与 GDP 的增长同步。

实际上，这 10 多年中国股市整体水平大约上涨了 2 倍。从深证成指来看，2001 年年中约 4800 点，2013 年年初约 10000 点，10 多年上涨了 2 倍多。2013 年 3 月底，深成指前五大权重股万科、平安银行、双汇发展、格力电器、五粮液都是上市 10 年以上的股票，12 年间复权后分别上涨了几倍到几十倍不等。

所以，客观地讲，深成指才真正代表了中国股市 10 年的真实涨幅。中国股市 10 年间应该是上涨了 2 倍多，也基本上符合国际主要资本市场股指年均上涨 10% 的规律。

只要是上市超过 10 年的股票，哪怕是大盘股，涨幅也不错，如截至 2013 年 3 月底，10 年间以复权价计，中国石化上涨约 5 倍，民生银行上涨约 10 倍，招商银行上涨约 5 倍，浦发银行上涨约 6 倍，贵州茅台上涨约 30 倍，上汽集团上涨约 5 倍，长江电力上涨约 3 倍，华能国际上涨约 2 倍，海螺水泥上涨约 10 倍，等等。

据统计，截至 2013 年 3 月底，沪深股市约有 1/3 的股票股价超过了 2007 年大盘 6124 点位时的股价，创了历史新高。也就是说，如果投资者不幸在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年牛市顶峰时买了以上股票被套，只要坚持持有到今天，不但不赔钱，还可以赚钱。其中很多股票股价翻番，回报还相当不错。



“咸了咸吃，淡了淡吃”

如果只盯着大盘做股票，不去关注和研究企业基本面，大盘不好时急于割肉变现，大盘好的时候又匆忙加仓，那么就完全成了墙头草，被大盘牵着鼻子走，捡了芝麻丢了西瓜，得不偿失。

况且，大盘是由几千只股票组成的，大盘的涨跌实质上是几千只股票涨跌的综合反映。通过预测几千只股票的涨跌来预测一只股票的涨跌，这种逻辑本身就是非常荒唐的。

只盯着大盘做股票的做法在逻辑上和实践上都行不通。不关注企业基本面，而过度关注大盘走势，是颠倒了主次，舍本逐末的行为。不但影响心态，搞得自己整日提心吊胆、神经兮兮，而且很可能被大盘所误导，在个股操作出现失误。

大盘和个股的关系可以用个比方来说明：大盘好比当天的天气，个股好比自留地。看着大盘做股票，就像只看今天的天气种庄稼一样——今天天气好（牛市）就种，天气不好（熊市）就不种；今天天气好先种下去看看，明天天气不好就挖出来。如此反复折腾，怎么会有收获呢？

其实，不管天气好坏，土地总不能撂荒。天气好有天气好的种法，天气差有天气差的种法。天气总会时好时坏，选好种子，精心耕种才会有好的收成。结合股市，就是说，不管牛市熊市，资金总不能闲置，牛市有牛市的做法，熊市有熊市的做法，“咸了咸吃，淡了淡吃”，牛市熊市无法把握，无法预测，能把握的是自己的个股。

无论中外，公募基金都非常关注大盘走势，道理也很简单：这些基金靠基金管理费取得收入，每年管理费为净值的 1% ~2%。如此一来，累计 10 年下来，管理费可以达到净值的 10% ~20%；累计 20 年下来，可以达到净值的 20% ~40%。因此，基金公司在意的是资产管理的规模，特别是不能轻易让基民赎回基金。

因此，对于基金经理来说，“稳健”是第一要义，做一个几十只、上百只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票的组合无疑是最保险的办法。只要组合表现和大盘别差太多，也别在同行中表现得太“异类”，就不会承担什么大的责任，可以稳稳当当拿高薪，何乐而不为呢?

不过，话说回来，专业的人做专业的事情是社会发展的一般规律。客观地讲，公募基金的表现在整体上还是好过一般股民的；即使是在熊市亏钱，公募基金亏损幅度也相对小些。赚钱从来就不是一件容易事，相比自己披挂上阵，从头学起的难度，找相对可靠的专业人士来做是比较明智的做法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章 操作原则3　不看行业



“自上而下”地去中“六合彩”？

有一种股票操作方法一度很流行，叫做“自上而下”的投资方法，是指按照宏观分析、行业分析、公司分析的顺序来选择个股的办法。简单来讲，就是通过预测经济走势来把握大盘涨跌的“拐点”，再通过预测行业的变化趋势来把握行业兴衰的“拐点”，最后通过预测个股业绩的突变来把握股价反转的“拐点”，如此一来，则可以实现股票买卖倍增的“拐点”暴利。

这套逻辑听起来非常诱人。某些宏观分析师或行业分析师“分析”起经济面、产业背景来，说得头头是道，听者听得云里雾里，不明就里，觉得高深莫测，将信将疑，然后就稀里糊涂地作出了草率的投资决定。实际上，这套逻辑往往并不管用，不管真把式，还是假把式，练练嘴还可以，练手的话恐怕情况就不妙了。

预测行业拐点如同预测经济拐点一样，是难以做到的；预测企业的业绩拐点也很难做到，很多时候，企业业绩的突然向好往往是昙花一现，不可持续。执着于抓业绩反转“苗头”的结果往往是被套住，清醒得早的话还可以割肉出局，虽然“偷鸡不成蚀把米”，但还不至于被长期套牢。

事实上，经济周期和经济拐点总是事后看出来的；同样，行业拐点以及企业业绩拐点也是事后看出来的。说到底，所谓股价拐点，不也是事后看出来的吗？如果股价没有“拐”很长时间，拉出一条很长的斜线，谁又会轻易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



说这根斜线的原点就是所谓的“拐点”呢?

“自上而下”股票投资方法的有效性要建立在对经济、行业和公司准确预测的前提下，哪怕“碰巧”预测对了一次经济拐点，还要继续“碰巧”预测对行业拐点，最后还要“碰巧”预测对企业业绩拐点，只有每次都“碰巧”预测对了，最后要成功的话，还需要一个很关键的条件——股价的走势要和以上各个“拐点”相配合。如果股价不认账，“任凭风吹浪打，我自稳坐钓鱼台”，哪怕出现了很多“拐点”，股价依然原地踏步，真是急得人直跺脚，却是无可奈何。

所以说，这种“自上而下”的办法，在一个一个的步骤中，哪怕有一次“碰巧”没有预测对，或者市场和股价根本不领情不配合，则会前功尽弃。这看起来是不是有点像填彩票数字号码?只有每次都填对一连串号码，才可以中上“六合彩”。这样做的成功率着实很难把握，把简单的事情搞得越来越复杂，实在没有什么必要。



行业机会并不意味着个股机会

中国股市运行 20 多年来，市场各机构，尤其是各“专业机构”的“权威”研究报告曾对房地产业、汽车业、服装业、钢铁业、化工业、矿业、新能源业、白酒业等行业拐点进行过“专业”而“大胆”的预测，事实上成功过几次呢?对于投资者来说，反正是吃亏多了没记性，亏了钱也经常是好了伤疤忘了疼，总是热衷于追踪下一个“暴利”机会，交易来交易去总是少不了交易佣金和印花税，彼此各方何乐而不为呢?

退一步讲，就算“碰巧”预测对了行业，难道在这个行业随便撒一把胡椒面就可以赚钱吗?比如，电子商务行业不是一直被看好吗?市场份额在不断扩大，行业周期向上，可是这个行业里盈利的企业寥寥无几，大量投资打了水漂，很多奄奄一息乃至死掉的电商公司大家甚至连名字都记不得了。

再如，这 10 多年中国房地产行业获得了突飞猛进的发展，但是随便买一个地产股就可以赚钱吗?还有，日化行业这些年来在中国是蒸蒸日上的朝阳行业，但是在这个行业板块里并不是每个股票都表现良好，索菲特和上海家化就分化得非常厉害。另外，同样是做牙膏，云南白药和两面针的表现简直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是不可同日而语。

因此，行业预测最后还不是要落脚到个股选择上来？投资者最终会发现，一切分析和预测都要以个股基本面为核心，其他的大都是“浮云”。

行业机会并不意味着个股机会，选对股票比选对行业以及看清经济更重要。从另外一个角度来看，如果一个行业红火了，接下来资本会竞相涌入，随之而来的就是产能的扩张和供给的增加。尤其在中国这样一个存在大量垄断和限制行业而缺少投资机会的市场里，可投资机会比较少，热门行业产能的释放更为迅速。由于大多数产品体现为无差异性，并且替代性很强，供需格局很快便会扭转，产品供过于求的局面很快便会发生。于是接下来便上演广告战、价格战等，行业利润率一落千丈，泥沙俱下，行业内各企业日子都不会好过。难免会出现市场大了，企业却亏钱的局面。这些年中国家电业、铝冶炼业，食用油提炼业、家具业、白酒业等行业的兴衰史就是很好的例证。当然，只有少数企业会生存下来，并且最终可以发展成为行业内的寡头。所以，精选企业是最重要的，个股基本面才是最终决定因素。

一个真正的好企业，应该是“不以物喜，不以己悲”的企业。即不管经济好坏、行业好坏，都能够靠自己的核心竞争力而不断持续发展，不断为股东提供利润，不断为社会创造价值。至于说经济好转一点，行业市场扩大一点，仅仅是锦上添花的事情，好企业是不会指望这些外在因素混日子的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十九章 操作原则4 不看政策



自助者天助之

有些投资者很热衷于跟踪政府政策走向，投资目标锁定在政策扶持下的公司。他们认为，有政府作为后盾，甚至肯拿出真金白银来进行补贴，这样的公司难道不是很有投资价值吗？其实，这是一个认识误区。

在一个自由竞争的市场经济体中，政府职能的最高境界是“无为而无不为”，即把主要精力放在制度创新、公平正义维护和基础教育科研上面来；如果制度完善并能激发各主体创造性，具有较高的科技整体水平和雄厚的人才基础，那么产业的升级和技术的创新，乃至经济的发展则会成为一件水到渠成、自然而然的事情。

如果动不动就搞什么短期行业刺激和产业扶持政策，反而很可能干扰了产业自身发展的规律，产生负面效应。在各种政策干预下，经济领域一向是“一抓就死，一放就乱”，短期脉冲式的供过于求或者供不应求难以避免，扰乱了市场正常的资源配置机制。投资者如果只盯着政策，不去探究政策背后的原因，不明就里地冲进去，很可能就会成为闹剧的最后买单者。

当然，在某些特殊情况下，对濒临死亡的产业采取特别的救济措施也是必要的，但这仅仅是为了维护社会稳定的需要，这样的产业一般是已经处于被淘汰边缘的夕阳产业，没有什么投资价值，比如 20 世纪 90 年代对纺织业的补贴和救济。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正的好公司是不需要产业振兴和政策扶持的。“天行健，君子当自强不息”，“求人不如求己”，“自助者天助之”，等等，这些俗语说的也是这个意思。好公司必然有自己独特的成长基因，要么源自独有技术，要么源自特有秘方，要么源自全新的商业模式，要么持有特有资源，要么拥有强大品牌，但是从来没听说过哪家好公司是靠政策扶持发展起来的。恰恰相反，好公司往往由于发展得太强大、市场份额太大而涉嫌垄断成为政府限制和打压的对象，如历史上洛克菲勒家族的石油产业、美国通用、微软等。

反过来讲，从实际情况来看，受政策扶持的产业其发展状况并不好，最后能生存下来的企业也是少数，能提供满意投资回报的更是少之又少。道理其实也很简单：新兴技术产业听起来虽然比较诱人，但是技术产业化和市场化是一项艰巨并且风险极大的工作，成功的概率较小。正因为如此，政府要采取措施来鼓励和吸引各方资本来为新产业铺路买单，项目投产后市场的淘汰过程会很惨烈，大部分投资可能会失败，最终只有很少一部分可以胜出。事实上，这个领域是风险投资资金大显身手的场所，而股票投资者应避而远之。



政策扶持下的新兴行业往往不“新兴”

在中国，这几年政策大力扶持过的新兴行业，像光伏业、风电、新能源电池、新能源汽车、物联网等，最后的回报并不理想，在股市上的表现也仅仅是借助于概念而昙花一现，缺少长期投资价值。最典型的就是当初曾被政府寄予厚望，享受过巨额补贴和政策优惠的中国最大光伏企业无锡尚德，到2013 年却沦落到濒临破产的地步。

再如，受益于高铁发展计划，高度依赖国家投资计划的高铁配套设备制造业曾经风光无限，但其客户对象仅限于个别超级央企，风险高度集中。一旦遇到政策风吹草动，企业经营面便会急剧恶化，股价也会一落千丈。

同样，家电行业也是如此。2009 年，为刺激短期需求颁布了“以旧换新”“家电下乡”等补贴政策，补贴政策实施两三年后大幅透支了行业未来几年的发展空间，接下来家电公司股价需要盘整很长时间才会有重新表现的机会，此类股票也没有什么长期投资价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



政策扶持和产业规划并不是决定新兴产业发展的关键。事实上，政策过度干预会使正常投资决策演变成政策决策，使供求状况扭曲变形，并不利于产业的发展。从近几十年国际几大产业的发展历史来看，PC 产业、电信业、互联网业以及生物制药产业都不是规划出来的，而是市场自发产生的。在中国，过去几年，光伏、风电、LED、电动汽车这些政策大力扶持过的产业，行业利润状况并不好；反倒是没有政策扶持的银行、地产、食品、医药、白酒等行业，行业利润状况相当不错。

2013 年爆出的新闻是，中国 LED 产业很有可能成为下一个光伏或风电产业，重蹈其覆辙。2013 年 3 月，深圳市政府废止了曾出台的鼓励当地发展 LED 产业的文件，宣告扶持政策的失败。深圳 LED 产业一度是中国 LED 的代名词，文件曾提出要将深圳“建成全国乃至全球重要的 LED 产业研发生产基地”，还定下了到 2015 年产业规模年产值 1300 亿元以上的发展目标。不仅是深圳，在中国各地地方政府的扶持鼓励下，各地 LED 企业纷纷上马，正常投资决策程序被扭曲，几年后项目或搁浅，或清算。

LED 行业之所以走到这种尴尬的境地，很大程度上是被利好政策惯坏的。在政策及地方政府的鼓励下，很多企业主从与 LED 毫无相关的行业转过来，隔行如隔山，比如一些制鞋企业也跑来做 LED。为了能够尽快招商引资，地方不但给予免费土地，还施与慷慨补贴，使得 LED 企业要么只有车间没有产品，要么有了产品没有市场。目前中国约有几千家 LED 企业，其中 90% 的企业经营状况堪忧。据估计，接下来两到三年，中国 LED 产业下游会有大量的企业倒闭或转型。

盯着政策做股票是只看外因不看内因、只看表面不看本质的行为，其实有一种博取短期收益的心态在作祟，这种做法是不可取的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十章

操作原则5 不频繁交易



股市墨菲定律

“墨菲定律”“帕金森定律”和“彼德原理”被称为20世纪西方文化三大发现，其中墨菲定律在一定程度上适用于股市频繁交易者。

墨菲定律的发现者爱德华·墨菲是美国爱德华兹空军基地的工程师。墨菲定律通俗的说法就是越怕出事，越会出事。例如，一个人兜里装着一枚金币，生怕别人知道更怕丢掉，所以每隔一段时间就会不自觉地用手摸兜，重复的动作反而引起了小偷的注意，结果金币最终还是被偷走了。

越害怕发生的事情，就越会发生。正因为害怕发生，所以会过分在意，注意力过分集中，所以越容易犯错误。墨菲定律并不是一种强调人为错误的概率性定律，而是阐述了一种偶然中的必然性。

生活中还有一些墨菲定律的例子：你早到了，会议却取消了；你准时到，会议却推迟了。你携伴出游，越不想让人看见，就越会遇见熟人。某件东西久久都派不上用场，于是就丢掉了；可是刚一丢掉，忽然又必须要用它了。看电影时出去上厕所或接听电话，却恰恰错过了银幕上的精彩镜头。公交车等太久没有来，刚离开公交车却来了。平时从不掉“链子”，关键时刻却掉了“链子”，等等。

在股市墨菲定律里，频繁交易者往往非常在意输赢的结果，非常在意短期收益，急功近利的想法反而影响了心态，致使交易屡屡出现失误。比如：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



你怕跌，它偏偏跌给你看；你盼涨，它偏不涨；你忍不住卖了，一卖它就开始涨了；你忍不住买了，一买它就开始跌了；你看好几只股票，买进其中的一只，结果除了买进的那只外，其他几只涨得都很好；你的股票在牛市中总是按兵不动，在熊市中却领跌；买到一只好股票，刚解套的时候就匆忙卖掉了，痛失后期巨大收益；一只账面收益很高的股票准备第二天再涨一点卖出，结果第二天突然被媒体曝出“黑幕”，接连几个跌停，等等。

经历过 2005 年牛市启动和 2008 年大熊市的投资者或许有过类似的频繁交易经历：在 2005 年看好股票，在 998 点买进，假设当时这只股票价格是 9.98 元，当赚了约 20% 后可能就在 12 元卖掉了。卖掉后当然是等大盘下跌，等股票跌掉 12 元以下再买进。但是等啊等，大盘和股票不仅没下跌，还噌噌一直往上涨，在周围人赚钱效应的氛围中，失去耐心在大盘 2000 点、对应股价 20 元时匆忙建仓。如此往复，经历过 N 次买进卖出过程后，大盘涨到 6124 点，对应股票价格达到 61.24 元。这期间股票涨了 6 倍多，但是由于频繁交易，投资者可能就只赚了 1 倍。

6124 点后，大熊市悄然来临，当股票被套后，频繁交易者却戛然而止，对自己的股票采取鸵鸟战术，死捂不放，一直死扛到底，不回到成本价绝不出货。于是，股票价格一路阴跌，当大盘跌到 1664 点时，大家看到连被称为“华尔街不死猫”的雷曼兄弟都破产了，巨无霸 AIG 保险也被美国政府接管了，终于按捺不住了，痛下决心，清仓了股票，清仓后颇有些翟志刚 2008 年在“神七”打开机舱盖时喊出的“向全国人民报告，我已出仓，感觉良好”的那种感觉。

——这就是频繁交易的故事，这样的故事在不同国家的股市，在股市不同的历史时期，在不同的涨跌之间，以及不同的新老投资者之间，反复上演，结果体现为股市“七赔二平一赚”的永久法则。

统计数据也印证了中国股市更热衷于频繁交易：中国证券市场个人账户接近 9000 万，占比约为 99.85%，持股市值仅占 42.8%，但是交易金额占比却高达 85.6%。

墨非定律给投资者的启示是，做股票不要贪婪，不要急于求成，不要幻想一夜暴富，更不要为了短线收益而频繁交易。要把心态放好，从容淡定一些，失误自然会越来越少，收益会在不经意间体现。

中国的《孙子兵法》中也有类似的思想表述：“故善战者，立于不败之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地，而不失敌之败也。是故胜兵先胜而后求战，败兵先战而后求胜。”意思是善于用兵打仗的人，总是预先创造不被敌人战胜的条件，先立于不败之地，而后不放过敌人的漏洞和错误，从而取得胜利。所以胜利之师总是先避免犯错误，立于不败之地，然后再和敌人交战；而失败的军队却是先盲目发动进攻，以求取得胜利。

由此可见，好战的结果不但容易暴露自己的弱点，而且增加了犯重大错误的概率。与其频繁交易，追涨杀跌，整日杀来杀去，不如静待对方出现错误，即市场出现重大错误，然后再把握机会，一击而中。



炒股与赌博辨析

企业家创业的目的是为了赚钱，企业赚的是客户的钱。投资者购买股票也是为了赚钱，那么，投资者赚的是谁的钱呢？是其他投资者的钱吗？

其实投资者赚的是企业的钱。企业是财富的创造单位，企业业绩好了股价自然会上涨，投资者因此而赚钱。同时客户或消费者获取了产品效用和便捷，所以一项对的投资至少是三方共赢：企业盈利，投资者赚钱，消费者需求获得满足。

企业赚了消费者的钱，也可以说是赚了市场的钱，但是市场的钱不会越赚越少。因为企业好了则经济也会好，经济好了大家的收入也会越来越多，收入多了，消费也会旺盛起来，从而形成经济的良性循环。

做股票表面看起来是赚了其他人的钱，但是如果企业业绩好，股价上涨，买卖双方都没有亏钱，都没有损失，大家是共赢的。因此，投资股票本质上是投资企业，要以做企业的思维来投资。

与此相反，有些人纯粹把股票当作交易筹码，在他们看来，股票只不过是一连串交易代码而已。有一个华尔街的经典故事非常形象地描述这一现象：两位交易员互相来回交易一箱鱼罐头，每次都以更高的价格成交，于是每个交易员的“市值”都在交易中推高。但是有一天，有一个像《皇帝的新装》里的孩子一样“天真”的人，打开了一罐鱼罐头，发现罐头早已腐败变质。于是接下来鱼罐头价格暴跌，两个交易员损失惨重。

明明知道鱼罐头会越来越臭，越来越不值钱，却还在不停地交易，这就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是把股票当作筹码炒作的结果。

当然，很多人对此心知肚明，他们总认为自己可以在罐头打开前获利出货。就像每个玩击鼓传花游戏的人都认为自己不是那个鼓声消失时被砸中的倒霉蛋，或者像每个进赌场的人都不认为自己会输钱一样。如果真的是这样，世上还有这样的游戏吗？

做股票在某种意义上其实是人性的写照，这也是为什么股票技巧难以模仿的原因。有句话说：人们的口袋变了，股票变了，但是华尔街从不会改变，因为人性从来没变。还有一句话：炒股和减肥一样，决定结果的不是头脑而是毅力——工夫在诗外，做股票是对身心素质全方位的考验。

有种观点把股市盈利分为赚市场的钱和赚企业的钱，前者表现为把握短期交易性机会，赚取短期市场价差；后者注重于中长周期价值投资，靠业绩的增长来赚钱。不管是赚市场的钱，还是赚企业的钱，这种观点认为，表面上来看，资金在买卖方之间流转，是在上市公司体外循环，没有进入公司，看起来是一种零和博弈活动，似乎和赌博没什么区别。

事实并非如此，投资绝不是赌博！

让我们从企业上市的起源看起。企业 IPO 上市时通过发行股份的方式募集资金，股东 A 通过认购股份获得股东资格，其认购资金进入公司专用验资账户，该资金用于建设新项目，形成新的产能。因此可以说，股东 A 既是证券投资者，也是实业投资者。

在证券市场，股东 A 将股票卖给股东 B，股东 A 获得股东 B 的资金，收回原始投资。股东 B 取代股东 A 成为新的股东，股东 B 的资金以接力棒的形式，在本质上也进入了公司。所以股东 B 和股东 A 一样，不仅是证券投资者，也是实业投资者。

实业投资和证券投资是一枚硬币的两面，互相转化；虚拟经济和实体经济是一对双胞胎，互相支持。从本质上来说，买卖股票的资金并不是游离于公司之外的，持有股票的人是公司产能的最后买单者。这就像房产买卖，新的房东最终买的是土地、钢筋、水泥、砖头等，并不是那张房产证。

投资是分配资金的过程，投资人要像园丁浇树一样，把有限的水分配给最好的大树。选股如同选树，找到一个好股票如同找到一棵好树。在这个过程中，园丁既可以选择把大树卖掉兑现收益（股票减持），也可以选择收获果实获利（股利分红）。如果像赌博那样靠运气胡乱浇水，其结果可想而知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体来讲，股票投资与赌博的本质区别体现在以下几点：

首先，诞生方式不同。赌博标的物是单纯的筹码，筹码只是一个符号代表，是人为定义的概念，可以是有形的，也可以是无形的。股票投资标的物是企业，企业有实实在在的生产能力，是一个有形的生产单位实体。

其次，生长方式不同。赌博的筹码是僵死的，不会生长。股票投资标的物是有灵魂的，活生生的，可以不断成长并发展壮大。比如，贵州茅台于2001 年上市，上市当年收入约 16.2 亿元，净利润约 3.3 亿元；2012 年收入约 265 亿元，净利润约 133 亿元。10 余年间成长迅速，这期间贵州茅台没有配股和增发，只有送股和转股，净利润没有被摊薄，净利润增长了几十倍，股价自然要上涨几十倍。这就是股价上涨的简单逻辑。

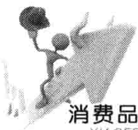
再次，盈利方式不同。赌博纯粹靠运气赢钱，无规律可循。股票投资本质上靠企业的业绩来赚钱，有基本的规律可循，这个规律与经济规律有关。

另外，交易本质不同。赌博交易是为了兑现赌注。股票交易是对企业价值进行市场定价。从这个角度来讲，股票交易和市场上低买高卖的商品交易一样，体现了价格发现功能。因此说，哪怕是赚取短期价差的股票交易行为也是一种投资，并不是赌博。

最后，后续发展方式不同。对于上市公司来说，可以通过增发新股、配股、发债等方式来再融资。企业发展得好，股价就会上升，就更容易募集更多的资金用于扩大再生产，产生新的利润来源，从而形成资本回报的良性循环。

顺便说一下期货。很多做股票的人也做期货，包括做股指期货，但是股票和期货有着本质的不同。期货的标的物毕竟是大宗商品，如农产品、矿石、石油、煤炭等，本身无法复制增生。会计核算里有句术语是“有借必有贷，借贷必相等”。期货对弈也是如此，每张期货合约的背后都有一个空单和一个多单，“有盈必有亏，盈亏必相等”。羊毛出在羊身上，除了多空双方的资金外，期货市场没有其他资金，期货对弈的结果不会是共赢，必然有一方是输家，甚至双方都是输家。因此，期货只能用来进行套期保值，用来避险，不能用来炒作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





投资与投机辨析

传统教科书对投资和投机是这样定义和区分的：一是动机与目的不同，投资是为了获取稳定的收入，投机主要是通过频繁的操作获取短暂价差收入；二是期限不同，投资期限较长，投机期限较短，少则几个小时，甚至只有几分钟；三是风险倾向和承受能力不同，投资者厌恶风险，力图以各种方式规避风险，投机者偏好风险，愿意承担较大的风险以获取高收益；四是分析方法不同，投资侧重于基本面分析，投机侧重于技术分析。

其实，投资和投机很难区分，也没必要区分。买股票的目的是为了赚钱，不是为了区分专业术语。黑猫白猫并不重要，能不能抓耗子才是关键；正面战和游击战孰优孰劣，要结合具体战况来做决定，哪个管用就用哪个。

商品流通的本质是低买高卖，背后的指挥棒是市场需求，在这个过程中商品价格得以发现。改革开放前，民间私下的买卖行为甚至被看做是投机倒把，有触犯法律的风险。其实，“投机”调剂了商品在时间和空间上的余缺，使畸高或畸低的价格得以修正，最终引导资源在时间和空间上得以优化配置。因此，只要是合法的行为，哪怕是投机，也不能简单以“好”或“坏”来定性。

在市场经济中，如果一项合法合规的商业活动盈利了，表明其必然满足了一定社会需求，并以货币的形式获得了社会认可。那么这项商业行为就是创造了财富，并为社会做出了贡献。

做股票也是如此，赚钱表明为金融资源的有效配置提供了正效应，亏钱表明提供了负效应，背后的指挥棒是投资回报。因此，投资和投机在道德上没有高下之分，投资也好，投机也好，只要没违法，就无所谓“好”“坏”；如果都赚钱了，就是做对了事情。

投资和投机也不能依据时间长短来区分。短期操作并不一定都是投机，长期持有也不一定都是价值投资，价值投资和长期投资不能画等号。比如，中石油 IPO 发行价 16.7 元，第一天上市开盘价上冲到 48.6 元，价格严重背离内在价值，如果这时果断卖出，持有时间虽然只有几分钟，但是却是一次成功的价值投资。苏宁电器 2010 年估值水平很高，市盈率约 40 倍，当时面临

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电子商务沉重的竞争压力和冲击，固有商业模式必须要彻底颠覆，经营面存在巨大的不确定性。如果一味为了长期投资而死守不放，那么似乎也不能算是真正的价值投资。3 年后，苏宁电器股价约跌落了 70%。

不过，如果在一个市场里投机盛行则暴露了其资源优化配置机制存在问题，制度设计上也有缺陷。一个规范健康的市场不会给投机者以太多的生存空间；反之，一个有缺陷的市场会纵容投机，使投机大行其道，甚至会迫使投资者转变成为投机者。公开公正透明自由的交易制度之于投资者的重要性正如科学完善的体育规则之于运动员的重要性一样。因此，市场投机程度可以作为判断市场缺陷的重要参考指标之一，市场监管者与其花费大量财力和精力“打击”投机者，不如做好市场机制建设和制度建设的基础性工作。

按照教科书的说法，投机往往与技术分析联系在一起。通常认为，技术分析是建立在三项假设的基础上的，即有效市场假设、供需决定价格趋势、历史会重演。

首先，关于有效市场假设。有效市场假设是这样定义有效市场的：在这样一个市场，存在着大量理性的、追求利益最大化的投资者，每一个人都试图预测单个股票未来的市场价格，每一个人都能轻易获得当前的重要信息，他们积极利用自己的预测和信息进行交易。因此，其结果就是在一个有效市场上，在任何时候，单个股票的市场价格都反映了已经发生的和尚未发生但市场预期会发生的事情。即这个股票价格是理性的，没有高估也没有低估，投资者试图通过各种分析，包括基本面分析和技术分析，来操作都难以获取交易价差。

显然，这个说法太绝对化了，甚至有点荒谬。按照这种逻辑，推而广之，世界上每个地方的气温都是一样的，因为风在不停地流动，可以抹平任何地区间温差；世界上的每个公司盈利也是一样的，因为每一个理性的企业家都会通过互相学习和模仿使大家都赚一样的钱。如果这种说法成立的话，股市的走势图应该是一根从坐标原点出发的斜直线，没有波动，没有起伏，一切交易都应该在这根斜直线上完成。

如此看来，有效市场理论有很大漏洞，难以服众，于是一个衍生概念产生，即有效资本市场假说的三种形式。

一是弱式有效市场假说。该假说认为在弱式有效的情况下，市场价格已充分反映所有过去历史的证券价格信息，包括股票的成交价、成交量、卖空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金额、融资金额等。在弱式有效市场中，股票基本分析还有可能帮助投资者获得超额利润。

二是半强式有效市场假说。该假说认为价格已充分反映出所有已公开的公司营运前景信息，这些信息有成交价、成交量、盈利预测数据、公司管理状况及其他公开披露的财务信息等。在半强式有效市场中，利用技术分析和基本分析都将失去作用，靠内幕消息则有可能获得超额利润。

三是强式有效市场假说。强式有效市场假说认为价格已充分地反映了所有关于公司营运的信息，这些信息包括已公开的或内部未公开的信息。在强式有效市场中，没有任何方法能帮助投资者获得超额利润，即使内幕消息者也一样。

这种衍生理论的逻辑比较有意思：先提出一个理论假设，如果这个理论在实践中被印证了30%（其他70%没兑现）的程度，那么，这就是弱式假说衍生形式；如果这个假设理论在实践中被印证了50%的程度，那么，这就是半强式假说衍生形式；如果这个假设理论在实际中被印证了80%的程度，那么，这就是强式假说衍生形式。如此一来，理论无懈可击，可以适用于任何情况，放之于四海而皆准。

其次，关于供需决定价格趋势。本来，供求分析是基本面分析的常用工具，但是技术分析并不排斥这种工具，在“拿来主义”做法下，技术分析经常提出以下说法：比如，某只股票卖盘大于买盘，或者买盘大于卖盘；某只股票流入多少资金，流出多少资金——其实有买就有卖，买卖必相等。在任何时点，任何一只股票的交易双方都是对等且平衡的，有多少人卖就有多少人买，卖出多少钱就有人买入多少钱，供求总是处于动态平衡中，不知道技术分析是如何以“供求”作为工具来进行分析的呢？事实上，交易的本质不是买盘卖盘的多少，而是买卖双方的预期分歧，以及在这种分歧下以什么样的价格成交。卖方不看好未来，以低于市场价的价格卖出股票，则股票价格下跌；买方看好未来，以高于市场价的价格买入股票，则股票价格上升。

最后，关于历史会重演。古希腊哲学家赫拉克利特曾说过，人不可能两次踏进同一条河流。历史不会简单复制，即使历史会重演，拿老办法解决新问题，总是难以奏效。

就技术分析和基本面分析操作结果可以做一简单模型对比。

第一个模型 在技术分析下，假设一年做10次，成功的话每次赚取30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益，失败的话每次亏损30%，选取三种可能性情况——

第一种情况：6次成功，4次失败，成功和失败的频数在一年中任意分布，即6个1.3相乘，再乘以4个0.7，结果是1.16，即年收益率是16%。

第二种情况：5次成功，5次失败，成功和失败的频数在一年中任意分布，即5个1.3相乘，再乘以5个0.7，结果是0.624，即年收益率是-37.6%。

第三种情况：4次成功，6次失败，成功和失败的频数在一年中任意分布，即4个1.3相乘，再乘以6个0.7，结果是0.336，即年收益率是-66.4%。

第二个模型 在基本面分析下，建立一个投资组合，组合有10只股票，与上例类似，好的股票盈利30%，不好的亏损30%，同样选取三种情况——

第一种情况：6只好的，4只不好的，即6个1.3相加，再加上4个0.7，结果是10.6，即年收益率是6%。

第二种情况：5只好的，5只不好的，即5个1.3相加，再加上5个0.7，结果是10，即年收益率是0%，不赚不赔。

第三种情况：4只好的，6只不好的，即4个1.3相加，再加上6个0.7，结果是9.4，即年收益率是-6%。

对过简单对比发现，基本面分析组合投资更稳健，收益与风险对称；如果把时间拉长，由于好股票的净值不断增加，本金膨胀，在复利作用下，收益率会逐渐走高。对于技术分析来说，收益和风险不对称，风险远大于收益，哪怕做对了很多年，但是只要是某一年稍有不慎出现第三种情况下60%的失误率，则最终结果还是前功尽弃。长期使用技术分析，本金很容易被一步步侵蚀掉。

据说巴菲特年轻时曾在华尔街工作过，也搞过几年的技术分析；后来则放弃了技术分析，此后回到老家内布拉斯加州的奥马哈市，从此一生只使用基本面分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十一章 操作原则6 不借钱投资



借钱投资相当于承诺回报的委托理财

借钱买股票是投资之大忌，对于普通投资者来说更是如此。机构投资者不仅很少借钱买股票，而且恰恰相反，往往把资金或股票借给客户去做交易，即融资融券，以赚取稳定的利息收入。

借钱投资有两大致命危害：

首先，做股票心态非常重要，而借钱投资以一定倍数放大了收益和亏损，在人性的驱使下，投资者很容易情绪化，过度乐观或者过度悲观，变得固执而听不进劝告，并失去理性和冷静的判断力，导致正常的投资行为演变为死磕到底的赌博行为。

其次，借钱投资如同注射了兴奋剂和催化剂，会加快投资者“高抛低吸”的操作频率；由于太在乎每一次操作结果，往往使“高抛低吸”的初衷沦落成为“高吸低抛”的结局。尤其是在熊市来临或个股遭遇突发事件时，极易出现爆仓，以至于将本金亏得一文不剩，永远再无翻盘的机会。

不要借钱投资，不做融资融券，不做杠杆投资，这是普通投资者做股票的底线和红线，一定不要突破。

退一步讲，即使不考虑误操作的因素，借钱投资也难以让投资者获得“超额收益”。下面通过举例来进行比较说明。

假设有 100 万元初始资金，分别选取三种不同模型：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模型一，借钱30万元（融资30万元），融资成本10%，年利息3万元，总投资额130万元；

模型二，购买杠杆基金100万元，假设杠杆基金杠杆比例为30%，即涨跌幅度是大盘的1.3倍；

模型三，100万元本金不借贷，不用杠杆放大，仅在本金范围内投资。

第一种情况，如果大盘先在一年内上涨30%，又在下一个年度内下跌30%，三种方式对比结果如下：

模型一，第一年，130万元投资额先上涨30%至169万元，扣除利息3万元后，为166万元；第二年下跌30%，市值从166万元下跌到116.2万元，扣除30万元融资本金和3万元利息后，最后净值剩余83.2万元。

模型二，第一年，100万元杠杆基金上涨39%（30%的1.3倍）至139万元；第二年下跌39%，市值从139万元下跌到84.8万元，净值为84.8万元。

模型三，第一年，100万元本金上涨30%至130万元；第二年下跌30%，市值从130万元下跌到91万元，净值为91万元。

由此可以看出：在假设条件一致的情况下，三种模型最后净值分别为83.2万元、84.8万元、91万元。因此，本金投资优于杠杆基金投资，杠杆基金投资优于借钱投资。

第二种情况，涨跌反过来，即大盘先在一年内下跌30%，又在下一个年度内上涨30%，三种方式对比结果如下：

模型一，第一年，130万元投资额先下跌30%至91万元，扣除利息3万元后，市值为88万元；第二年上涨30%，市值从88万元上涨30%到114.4万元，扣除30万元融资本金和3万元利息后，最后净值剩余81.4万元。

模型二，第一年，100万元杠杆基金下跌39%（30%的1.3倍）至61万元；第二年上涨39%，市值从61万元上涨到84.8万元，净值为84.8万元。

模型三，第一年100万元本金下跌30%至70万元；第二年上涨30%，市值额从70万元上涨到91万元，净值为91万元。

由此可以看出：三种模型最后净值分别为81.4万元、84.8万元、91万元，结论与第一种情况一样，本金投资优于杠杆基金投资，杠杆基金投资优于借钱投资。

如果假设不同，即换其他涨跌幅度来重新测试，结论一致，即不论是先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



涨后跌，还是先跌后涨，在不同涨跌幅情况下，本金投资方式最优最稳妥，借钱投资结果最糟糕。

或许有人会反驳说，这个例子虽然很有说服力，但是我可以采取“波段操作”的方式，在股市上涨时借钱买股票，在股市下跌前清仓获利还钱就可以了——这和所谓“高抛低吸”的思路是一样的，事实一次次证明，所谓的“高”或“低”总是在波段走完，事后才看出来的，实际上任何人在事前也预测不出“波段”的高低。

总而言之，借钱投资相当于约定了10%固定回报（如以10%利息借钱的情况下）的委托理财，如果达不到固定回报必须要自己掏腰包补上，这样的投资方式风险太大，就算是巴菲特也不敢接手。巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司曾发行过10年期以上的低息长期债券来做投资，可是一般人凭什么能得到期限如此之长、利息如此之低（一般不超过5%）的优惠的条件呢？目前券商提供的融资融券服务，最长结算期限也只有半年。



为什么企业都在负债经营

简单来讲，实业投资和股票投资的不同之处就在于：实业投资不看股价（实际上实业投资的标的并非是上市公司，并没有股价），只看业绩，实业投资要靠业绩，即分红来取得回报；股票投资只盯着股价，不看分红，做股票要靠股价价差来取得回报，没有人准备靠分红来取得回报。

因此，一个实业投资项目，投资人不会要求一年内就要盈利，三五年后才有盈利是经常的事情；但是投资一只股票，投资人没有耐心等到三五年后才有回报，一年之内不上涨就很难再坚持下去了。同样，考核一个股权投资项目经理的业绩表现，投资人可以用三五年以上的时间；而考核一个股票基金经理的业绩表现，投资人只给出一年的时间。

事实上，巴菲特并非没有借钱投资，不过巴菲特是用做实业的手法来做股票投资的，这种手法别人学不来。巴菲特收购保险公司，利用保险公司作为平台，获得超长期限的低息资金，并以此为杠杆投资于股票。因此，巴菲特工作时不需要看股票行情，不用关心短期股价走势，只需要像实业投资那样专注于公司本身的业绩就可以了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"借钱"在商业上是再平常不过的事情。天下几乎没有不负债的公司，一家企业如果不和银行打交道而想做大几乎是不可能的。荀子在《劝学》篇中提到："吾尝跂而望矣，不如登高之博见也。登高而招，臂非加长也，而见者远；顺风而呼，声非加疾也，而闻者彰。假舆马者，非利足也，而致千里；假舟楫者，非能水也，而绝江河。君子生非异也，善假于物也。""借钱"在本质上是利用并整合外在资源要素，从而使企业得以更好发展的行为，即"君子善假于物也"。

事实上，国际著名投资机构黑石集团曾主要通过借贷来收购几十亿、百亿美元以上的资产项目，运用杠杆投资的手法，整合标的企业后，再以更高的价格转手获利。双汇国际以47亿美元收购美国最大肉食加工商史密斯菲尔德（Smithfield）的交易，其收购资金主要也是来自于借贷，其中约40亿美元由中国银行牵头全球8家一流银行组成银团贷款给予支持。做投资、做企业如果不借贷，只依赖于自有资金寻求发展，这就像愚公移山只靠自己的家族子孙肩挑背扛一样，精神虽然可嘉，但实际上是行不通的。

总而言之，借钱投资实业没问题；但是借钱买股票万万不可取，碰都不要碰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十二章

操作原则7　不熟不做



股票投资的“可行性研究报告”

在实业投资过程中，有一个重要的环节是项目可行性研究。可行性研究广泛适应于投资、企业管理、市场战略及工程建设项目中，简而言之就是计划和考量某项目是否可行。

可行性研究报告是一种综合性分析方法，主要通过对项目的市场需求、资源供应、建设规模、技术条件、环境影响、资金筹措、盈利能力等，从技术、经济、工程等方面进行调查研究和分析比较，从而为项目决策提供依据。可行性研究中涉及经济可行性、技术可行性、时间可行性、组织可行性等几个方面。

一方面，从收益角度出发，投资项目可行性研究会选择使用本量利财务分析模型、财务预测模拟报表或现金流量折现表等财务工具，测算出项目的静态投资回报率、动态投资回报率和内含报酬率等财务数据。另一方面，从风险角度出发，投资项目可行性研究会就项目可能涉及的政策风险、经营风险、市场风险、财务风险、管理团队风险、人才风险、技术风险等诸多风险要素进行详细论述和分析，提示项目风险。

总之，可行性研究要从收益和风险两个角度对项目进行整体评估。

由此可见，做投资并不简单，需要做大量的功课，要对投资项目进行全方位的深入研究和分析，对项目的各个方面要熟稔于胸，对关键点要滚瓜烂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熟。如果投资自己不熟悉的项目，那么无异于自寻绝路。因此，做投资，一定要做到不熟不做。

股票投资者在作出投资决策前，最好也参照投资可行性研究报告做一份股票投资可行性研究报告。如此这样，或许认认真真做完几个股票投资可行性研究报告后，对股票的领悟会上升到一个新的境界。

补充说一下，很多人认为投资可行性研究报告一定要有一个明确的结论。其实不然，根据可行性研究报告的用途可以分为审批性可研报告和决策性可研报告。审批性可研报告是项目立项时向政府审批部门申报的书面材料，用于项目备案和项目核准；因此，审批性可研报告肯定有一个明确的结论，而且必定是肯定性的结论，不然根本没必要申报。

而决策性可研报告不一定要有一个明确的结论。在一个现代市场化企业组织架构中，不但要做到企业所有权与经营权相分离，还要在企业战略制定中做到研究和决策相分离，即“谋”和“断”相分离，用通俗话说就是“不能既当运动员，又当裁判员”。在计划经济体制下，决策系统经常是“谋”“断”合一，“拍脑袋”决策屡见不鲜；甚至上面有一个模糊想法，下面则费尽心机使出各种办法来论证这个想法的“科学性”。

在现代企业管理系统中，研究—决策—执行三大主体相互分离、相互独立并相互制约是企业要面对的的基本核心问题。对于一个投资项目来说，研究部门应当以独立第三方立场，通过可研报告对项目的收益和风险等要素作出全面、科学而合理的分析；企业投资人，即决策者借助可研报告，对投资项目进行全面评估并拍板作出决策；企业经理层是投资人从市场上聘来的专业管理者，负责执行重大决策，实施项目，把握市场机遇并有效控制风险。

以上三者的关系可以用一个通俗的例子来说明：刘邦是盟主，负责拍板，扮演决策人角色；张良是谋士、军师，出谋划策，运筹帷幄，扮演研究者角色；韩信冲锋陷阵，攻城拔寨，扮演管理人和执行人角色。



“不了解”是做投资最大的风险

做投资很难，难在决策上。做一个决策很纠结，主要在于要在收益和风险之间作出评估和平衡，“to be or not to be”，这是个问题。但是，话说回来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



做投资首先要考虑风险问题。尤其是股票投资，不像实业投资那样要筹备个一年半载，有充分的时间来考虑各方面问题。股票投资往往是头脑一热，很草率、很冲动地就做了决定，交易在几秒钟就完成了。

一般情况下，收益和风险是相对应的。投资的原则是收益自享，风险自担。世界上不存在没有风险的投资，没有任何人可以为投资保底，这是最起码的常识。如果害怕风险，承受不了风险压力，那就应该把资金安安稳稳存银行或者购买固定收益的银行理财产品，远离投资市场。任何人都会厌恶风险，不同的人对风险有不同的承受能力，关键在于对风险是否采取控制措施以及采取什么样的控制措施。

比如说，投资、存款、保险是金融活动的三种主要方式，由于资金用途不同，风险也不同。

先看存款。存款基本没有风险，尤其在中国，有国家信用兜底，存款风险近似为零。

再说保险。保险主要分为财产保险和人寿保险，收益水平一般。对于财产保险来说，没有损失就没有赔付，因此购买的是一份保障补偿，本质是消费行为，没有投资回报。

人寿保险公司的资金主要用于投资债券，因此购买人寿保险本质上是投资于债券，收益很固定，回报不高。比如中国人寿 2012 年年报显示其 2012 年总体投资收益率只有约 2.8%。

中国社保基金收益率也很低。中国社保基金由社会保险基金和社会保障基金组成。社会保险基金是指主要由缴费单位和缴费个人分别按缴费基数的一定比例缴纳的专项资金，即从工资中扣除的那部分保险金。社会保障基金是指全国社会保障基金理事会负责管理的，主要由国有股减持划入资金及股权资产、中央财政拨入资金组成的基金。

先看社会保险基金。人社部公布的 2012 年社会保险情况显示，2012 年末基金累计结存约 2.39 万亿元，比上年约增加 4445 亿元。2011 年，城镇职工基本养老保险基金结余中，活期存款占到 31.37%，定期存款占到 63.65%；全国新农保、城居保、城乡居保三项社会养老保险基金中，活期存款占到 55.23%，定期存款占到 42.00%。由此可见，中国养老金中绝大部分用来存银行，收益率连 CPI 都跑不过。

再看社会保障基金。由于社会保障基金直接投资比例占比较大，且有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少部分资金可以投资于股市，其投资回报要远好于社会保险基金。全国社会保障基金理事会披露的2012年度基金报告显示，2012年社保基金直接投资资产约为6507亿元，占比约为58.8%；委托投资资产约为4554亿元，占比约为41.2%。至2012年末，社保基金会管理的基金资产总额约为1.11万亿元，投资收益率约为7.0%，自成立以来基金年均投资收益率约为8.3%。

最后来看看投资。在投资过程中，投资者是决策者，作为决策主体，如果不研究企业基本面，不了解企业真实经营状况，这本身就是做投资最大的风险。因此，只做懂的公司，不碰不熟悉的公司，不熟不做，能做到这一点，就回避了最大的投资风险。

不过话说回来，有投资就有风险。投资者要分清无知的风险和企业经营的风险是两个不同概念。做企业风险无时不在，无处不在。不想承担风险的企业最后必将被市场淘汰，不想承担风险的老板干脆回去老老实实打工。当投资机会来临时，投资者要善于把握时机，该做当做，当机立断，绝不能让机会溜走。正如楚国人李斯年轻时看到生活在粮仓里的老鼠和厕所里的老鼠有着天上地下般不同命运，受到启发，决定去楚投秦，“得时无怠”，及时把握住了机会，最终得以成为秦国宰相。

目前，已经有科学家通过人体生理指标研究来发现风险对人体的生理影响。英国剑桥大学科学家约翰·科茨及其合作者发现，许多成功的股市交易员体内男性荷尔蒙睾丸素含量高于普通人，睾丸素可以戏剧性地提升自信心与工作动力，帮助他们在高风险的股票市场中“冲锋陷阵”。

研究发现，那些行事果断、精神亢奋的交易员往往更容易成功。科茨把此归结为这些交易员体内的激素水平。通过对比交易员体内的睾丸素含量和其工作业绩，发现睾丸素整体含量高的交易员业绩更出色，更受老板器重。科茨的结论是，睾丸素会影响交易员的行为，促使他们在股票交易中更加“大胆”。当股票交易量大、市场行情看好时，高含量的睾丸素能使他们行为果断，更富冒险性，同时收益有可能更高。

科茨也将目光瞄准了那些在股市交易中成功的投机商。结果同样发现，睾丸素含量高的投机商似乎是天生的“冒险王”，他们更具有侵略性和竞争性，好胜心强。即便冒险行为曾使他们遭遇重挫，甚至赔掉了全部家产，他们中的大多数却仍能东山再起，并赚得盆满钵满。

然而过高的睾丸素对股票交易来说，并不一定都是正面效应。美国心理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



学家扎克·比斯尼特表示，当激素含量过高时，人往往会做出孤注一掷式的冒险行为。有报道称曾有一名交易员对纽约的一个对冲基金提起诉讼，原因是由于他行为太过激，被强行注入了女性荷尔蒙来对冲睾丸素，以降低交易风险。基金公司这种做法听起来有些荒诞，但也表明睾丸素过高的危害性。

科茨在研究中发现，喜欢冒险者体内存在另外一种与睾丸素唱反调的激素——皮质醇，它的出现不至于使人成为“冲动的魔鬼”。皮质醇是肾上腺在应激反应时产生的一种类激素，压力状态下身体需要皮质醇来维持正常生理机能。皮质醇的作用就像人体内的一个缓冲器，能让被冲昏的大脑冷静下来。当市场波动性增大时，交易员的皮质醇水平会升高，防止作出风险过大的决策。科茨通过研究发现，在股票市场整体处于颓势时，含量大增的皮质醇会起主导作用，这时交易员就能承受更大压力，在等待中寻找出路。



用“腿”和“嘴”做股票

做股票不研究基本面，就像打扑克不看牌，摸到什么甩什么，全凭运气出牌，后果可想而知。下面简单统计一下投资者一年内需要投入多少时间和精力来研究股票。

首先是定期会计报告。包括季报、半年报、年报，全年共四份；加上不定期的各类公告，合计约 10 份。

其次是券商发布的个股价值投资报告。很多人偷懒，不看报告主体内容和论据，不去核实信息，只看结论。其实，对于此类报告最不用看的恰恰就是结论部分，包括盈利预测等数据都不必看，真正要关注的是报告中透露的最新经营信息，以及其论证逻辑是否合理客观。个股价值投资报告一个月至少看一份，一年就是 12 份。

再次还有见诸报纸杂志上的涉及这个企业和产品的新闻报道和分析等，也接近 10 份左右。

所以，总体上来看，不包括实地调研，买一只股票一年内至少需要看 30 多份报告。如此推算，投资 5 个企业至少要看 150 多份报告，投资 10 个企业至少要看 300 多份，这还不包括研究备选企业和竞争对手所需投入的时间。作为一名普通投资者，在工作和生活之外，要做如此多的功课，有几人可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做到？

因此，由于时间和精力的限制，对于普通投资者来说，投资组合最多不超过5只股票，多了肯定顾不过来。5只股票可能涉及5个行业或5种产品种类，由于没有多余的时间和精力，因此就只能关注行业龙头企业，即坚守“数一数二，不三不四”的选股标准。

据说巴菲特一天要看几十份投资报告，通过个人的投资经验，把诸多繁杂的信息化繁为简，以此来摸清市场规律。由此可见，做股票需要具备较高的综合分析能力和抽象能力。

据研究，科学而高效的思维方式最主要的特点就是化繁为简的抽象能力，要做到透彻了解事物背后的规律，举一反三，看到别人看不到的问题，并可以以创新思想解决问题。牛顿通过苹果落地发现了万有引力，门捷列夫通过分析元素的排列规律发明了元素周期表等，都是抽象思维的典型例子。正如熟读兵书并不能成为常胜将军，认字的人都会读书，会化繁为简、会抽象、会用才是真功夫。

参照产业分类，市场信息可以分为上游信息、中游信息和下游信息。上游信息主要是上市公司管理层提供的信息。位置决定立场，管理层一般倾向于报喜不报忧；如果公司有10个正面消息和10个负面消息，管理层只告诉你8个正面消息和2个负面消息，原则上也没有说谎，但是听者很容易被误导，所以上游信息的可信度比较低。中游信息主要是经销商和渠道商提供的信息，可信度高了一些。下游信息主要来自消费者，可信度最高。

大多数股民用“耳朵”来做股票，听到别人做什么就跟着做什么，热衷于打听小道消息。他们做股票没有主见，总是盯着别人的股票，总觉得邻居家的草坪看起来比较绿，比较好。机构投资者主要用“眼睛”做股票，他们的决策依据是研究员撰写的研究报告和价值分析报告，包括券商的卖方报告。

只有极少数投资者用“腿”和“嘴”来做股票，他们亲力亲为，眼见为实，不是在办公室里“运筹帷幄”，而是到市场终端实地调研，不仅向售货员和消费者了解销量、产品评价和使用反馈信息，还经常打电话到上市公司进行核实。不做到“知己知彼”，怎能“百战不殆”？用“腿”和“嘴”来做股票其实是一种对自己负责的表现，应该得到鼓励。

要想获取企业更全面更深入的信息，不仅要充分利用“耳朵”和“眼睛”的渠道，更要利用“嘴”和“腿”的渠道，即不仅要多听、多看，更要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



多问、多跑。个股价值报告、行业报告和宏观经济报告要关注，产品的市场销售状况和消费者的想法更要关注。只有做到这样，才可以把各个渠道得到的信息加以验证和对照，去粗取精，去伪存真，从而做出正确的决策。

很多投资者不喜欢做研究，不喜欢看报告，不喜欢实地调研和产品调研，他们觉得为了得到一点零星的信息而奔波很辛苦，不值得。其实，1.01 的 365 次方 =37.78343433289 >1；0.99 的 365 次方 =0.02551796445229 <1。公式说明了一个道理：每天进步一点点，日积月累，成效会很大；每天退步一点点，日积月累，将会被别人远远抛在后面。

有一个故事很有趣：大草原上有两个人不幸在旅游中遭遇狮子。这时其中一个人马上蹲下来换上他的跑鞋，另一人不解地问，换跑鞋有什么用呢?就算换上也跑不过狮子啊！他说，没错，我的确跑不赢狮子，但我只要跑赢你就可以了——做投资也是如此，只要你的信息比别人更全面一点，做的功课更多一点，哪怕是一点点，那么你就可以在宝藏出现时抢先一步拿到它，在风险来临时早一步离开它。

投资者不一定要做最快的跑手，不需要做掌握最多信息或者最快拿到信息的人。但是只要比平均水平跑得快，比大多数人更勤奋，就一定能够在资本市场上获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十三章

操作原则8　要“看得见、摸得着”



调研要亲力亲为

选股如同伯乐选马。选错了马，喂再多再好的料都是浪费；选错了股票，投再多的钱也不管用。伯乐选马必躬身亲为，先看，再摸，还要试跑一下等等，肯定不会依据道听途说来选马；同样，选股也要“看得见、摸得着”，要亲力亲为，亲身感知感受产品性能，不能只靠别人的价值报告或投资建议。做股票不做调研，不去亲自了解这个产品，简直就像蒙着眼睛投飞镖，是极其危险和不负责任的行为。

有些投资者会抱怨没有条件、没有时间、没有精力去实地调研企业。比如，投资矿业企业无法去矿山调研，投资石化企业无法去油田调研，投资光伏企业无法去电站调研，等等。机构投资者侧重于依靠仓位调整和行业配置轮换，采取自上而下的操作办法来试图取得超越市场平均水平的表现。机构投资者有大量专职行业研究员，信息优势明显。与机构投资者相比，从一开始，普通投资者就落后了一步，处于信息不平等状态。

那么，如何消除这种差距呢？——其实也很简单，投资者只做自己有能力获取信息的产品就可以了，即在自己的能力圈里投资。快消品较易获取信息：快消行业盛行终端为王，快消品遍布于生活中的方方面面、角角落落，从社区小型连锁超市到城区大卖场，从同事办公桌的摆放到家人的皮包，快消品无处不在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者自己也是快消品的消费者和体验者。大家每天不知不觉在使用不同品牌、不同种类的快消品，只要在购物时稍加留意，就可以获取第一手信息。从自己亲身体验得来的信息要远比别人的投资报告可靠得多。

在商场调研快消品时，可以发现许多规律和线索。比如，商场一楼所售产品一般以奢侈品或高档商品为主，毛利率和利润率很高，如化妆品、品牌服饰、珠宝等。这是由于一楼的客流量最大，租金最高，只有很赚钱的产品才可以承担这么高的租金。

再如，在大卖场和超市，摆放离结账台较近的产品主要以快消品为主，而大件商品一般都摆放在偏僻的地方，原因就在于虽然单件快消品金额并不大，但却比大件商品更容易赚钱。其实，“大”的产品不一定很赚钱，比如在世界500强企业中，生产起重机、卡车、集装箱、汽车，甚至房地产的企业哪有生产医药、食品饮料和智能手机等小件商品的企业更赚钱呢?

另外，在商品的摆放上，与消费者目光最近（基本上与视线平行）的商品一般销量比较好，周转也比较快。而那些赚钱少、周转慢的产品一般摆放在货架底层，顾客要蹲下来才能找到。不过，对于善于省钱的消费者来说，货架底层的商品或许是不错的选择，这类商品一般价格水分较小，相对来讲性价比较高一些。尤其在药店，往往是那些不搞什么噱头，摆放在不起眼位置的传统低价常用药更管用。

还有，一般情况下，同类产品之间，占据货架的面积与其销售额成正比。商场给予某种品牌产品货架面积大，这种商品的销售自然也会更好一些。

投资者还可以通过查看商品生产日期来判断商品流转速度。通过对比不同出厂日期，可以发现更新鲜、更临近日期的商品周转更快，卖得更好。同时，如果时间充足的话，还可以观察一下什么年龄的人买了什么样的商品，尤其是80后、90后的消费者，他们是未来的消费主力，了解年轻消费者的需求有助于把握市场未来。在收银台旁待上半天，仔细观察商品出货情况，可以获得最没有水分、最可靠的一手数据。

总之，在大卖场或商场待上一天，投资者获得的知识和信息会比坐在电脑前看上百份报告得到的还要多，还要有价值。

除了自己的亲身体会，还可以问问身边的家人、亲戚、同事、朋友对产品的感受和评价。只要够勤奋，善于做个有心之人，在快消品信息的获取上，普通投资者不但不会输于机构投资者，而且还很有可能超过他们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过话说回来，“知易行难”，很多人为了省几块钱可以去几个菜场比较菜价，为了省几十块钱可以花费一天的时间逛遍整个城市的商场，但是对于几万元、几十万元的投资却懒得动动腿、动动嘴，半辈子的积蓄往往几分钟就做了决定！



两家典型调研点：屈臣氏和万宁

对于生活日用品和化妆品来说，有两家连锁店是不错的观察地点，一个是屈臣氏，一个是万宁。

屈臣氏是中国香港地区和记黄埔旗下连锁店品牌。数据显示，截至 2013 年上半年，屈臣氏在全球已经拥有约 4000 家店铺，其中内地有约 1500 多家。2012 年屈臣氏营业收入和税前利润分别达 1490 亿港元和 100 亿港元，业务毛利率约为 6.8%。

2012 年屈臣氏内地销售收入约为 120 亿元，是中国个人护理品销售领域第一品牌，拥有中国规模最大的个人护理品连锁店。如果说丝芙兰属于奢侈品店的概念，那么屈臣氏则属于精品店的概念。

在屈臣氏的销售结构中，化妆品和护肤品约占 35%，个人护理产品约占 30%，药品约占 15%，食品、装饰及服饰产品约占 20%。整体毛利率约维持在 30% ~40% 之间。屈臣氏的“年坪效”可以达到 3 ~6 万元；“年坪效”指店铺平均每平方米所带来的收入，一般来讲，对于大型超市来说，“年坪效”仅约维持在 1.5 ~3 万元之间；如根据 2012 年年报，沃尔玛年坪效约为 3.0 万元，百思买约为 5.2 万元，苏宁电器约为 1.3 万元。

上海屈臣氏连锁店所售涉及上市公司快消品有：上海家化的高夫男用化妆品、六神宝宝和六神花露水，中新药业合资公司中美史克的舒适达牙膏、保丽净假牙清洁片、芬必得和新康泰克通气鼻贴，白云山的王老吉凉茶、蛇胆川贝液和川贝枇杷膏，同仁堂的乌鸡白凤丸，云南白药的喷雾剂和牙膏，东阿阿胶的复方阿胶浆，天士力的藿香正气滴丸，汤臣倍健系列保健品，江中制药的健胃消食片和草珊瑚含片，桂林三金的三金片和西瓜霜，奇正藏药的消痛贴膏，华润三九的三九感冒灵，九芝堂的补肾固齿丸，维维股份的维维嚼益嚼；港股中的美即面膜、西藏 5100 矿泉水、碧生源减肥茶和统一系列

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



饮品等。

万宁是亚洲最大的零售集团牛奶公司全资拥有的日化用品连锁企业，最终控股方是总部设在中国香港地区的跨国公司怡和集团。万宁进入中国内地市场比屈臣氏约晚 10 年，但是 8 年时间里在全国开店约 200 多家。

上海万宁连锁店所售涉及上市公司快消品有：白云山的王老吉绿盒凉茶、王老吉润喉糖和潘高寿润喉糖，云南白药牙膏，中新药业合资公司中美史克的舒适达牙膏，健康元的鹰牌花旗参，港股中的美即面膜，碧生源减肥茶，维他奶和统一奶茶花茶等。

有一些其他的专营日化用品连锁店可以作为参考，如丝芙兰（LV 旗下连锁店）销售的商品是国外高端品牌化妆品。丝芙兰公司在北京和上海的子公司是 LV 与上海家化的合资公司，因此店中所售中国本土品牌目前只有上海家化的佰草集。上海部分丝芙兰专卖店以前曾卖过上海家化的高夫产品，但是由于短期销售情况不理想撤柜了。据称欧洲丝芙兰化妆品店也有佰草集产品销售。

“一伍一拾”店是上市公司冠福家用投资的以 5 元、10 元、15 元系列创意家居用品为主的连锁店，目前在全国拥有约 250 家直营门店。

另外，娇兰佳人连锁店在广州起家，商品以化妆品为主，在全国有约 600 家门店。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十四章

操作原则9　要适当组合



重仓股“魔咒效应”

有些投资者非常看好一只股票，于是就重仓甚至全仓买入这只股票，把宝全部押在一只股票上面，希望股价可以翻几倍，并美其名曰“集中兵力打歼灭战”。

但是，投资者不久就会发现，给自己带来最大损失的往往就是该重仓股。而且，会出现一个很有意思的现象，即当刚买一点这只股票时，还可以赚点小钱；但是，在乐观情绪的驱使下，当大举重仓该只股票时，厄运也同时来临，股价突然变得不再持续上涨，掉头逆转而下，不但侵蚀了好不容易获取的账面利润，还造成了大额亏损，这就是重仓股的“魔咒效应”。

失败的原因也很简单。所谓“重仓股”，大多是短期内被市场追捧的热门股票。在开始阶段，投资者一般比较谨慎，以观望为主，不会贸然买进。但是，随着时间的延长，股价不断上涨，这时投资者认为这种“趋势”会一直延续下去，往往按捺不住内心的冲动，投入资金追涨该只重仓股。在短期市场热度或“概念”还没有冷却前，该只股票一般还会继续上涨，投资者也会相应获得一些账面盈利，尝到甜头后，会大度增加投资金额。于是没多久，这只股票就成了重仓股。

这时，投资者会把希望全部寄托在这只重仓股上，就像情人眼里出西施一样，只看到这只股票的好，忽略甚至视而不见重仓这只股票的危险，和这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



只股票谈起了恋爱，或者通俗地讲就是“屁股决定脑袋”思维，从而渐渐丧失了清醒和理性。于是，股价上涨时对利好全部买单沾沾自喜，对利空视而不见听而不闻，掩耳盗铃，以为上涨的股价“佐证”了自己的英明判断，头脑逐渐发热飘飘然；当股价持续下跌时，则不断寻找理由来证明该重仓股的好，在自我欺骗和自我麻醉的强化下，丧失了平仓自救的勇气，一次次寄希望于第二天出现惊天大逆转，直至被深度套牢，甚至还会做出借钱补仓的傻事。在这种情况下，投资者鲜有割肉出场来止损，最终的结果就是惨败在这只深爱的重仓股“滑铁卢战役”上。

单一持股或重仓持股会使收益和风险高度集中，好的时候股价翻上天，差的时候股价掉到脚脖子根。从投资心态来看，投资者的喜怒哀乐全部系于这只股票，心情好坏全部取决于其涨涨跌跌，容易变得患得患失，心态一乱，头脑也变得不再清醒。明明是股东，却被这只股票的股价变化牵着鼻子走，成了这只股票的奴隶和仆人。哪怕抓到一只好股票，可能也不知道怎么操作了。

由于时代在变化，政策在变化，消费者理念和需求也在变化，任何一家企业在经营上或多或少都存在一些不确定性，其产品核心竞争力始终处于变化当中。所以即使是像可口可乐这样的优秀公司，巴菲特也没有把伯克希尔·哈撒韦的全部资金都投资于它。

全部押注于一家公司的做法是不妥当的，风险很大。万一公司遭遇突发事故，很可能面临灭顶之灾，连翻盘的机会都没有了。最后很可能落得个“樯橹灰飞烟灭”，“赤条条来去无牵挂”，“落了片白茫茫大地真干净”。

只持有一只股票，哪怕前 9 次都赚取了暴利，但只要第 10 次看走眼做错了一次，就会把之前累积的财富消耗殆尽。可谓“成也萧何，败也萧何”。

做股票指望“毕其功于一役”，很容易犯冒进的错误。历史上两晋时期的皇帝苻坚用了 30 年的时间使国力富强，统一了中国北方，眼看大业已成，名垂青史，但是为了拿下东南一隅的东晋，举全国之力组建了远征大军，扬言投鞭断流，将成败全部押在一场战争上。由于决策失误，功亏一篑，落得个惨败的下场，最后国家分崩离析，苻坚也丢了性命。

只做一只股票，万一碰到烂股票根本找不到脱身之策，甚至会被逼得融资补仓，这种赌徒式的做法无异于出海不带救生艇，万一翻船，后果不堪设想。对于一个理性的投资者来说，投资组合是必须要坚持的重要原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最佳组合数量

目前，A 股和 H 股上市公司共有 3000 多家，一个组合选多少只股票才算恰当呢？有的购买 ETF 基金，实际上等于买下了全部上市公司，因为 ETF 就是模拟大盘的基金；公募基金虽然持有几十只、上百只股票，但实际上也是与大盘基本吻合的；私募基金持股要少一些，一般在 10 ~ 20 只左右，与大盘有一定偏离。

一般来讲，对于专业投资者，比较合适的投资组合数量是 10 个左右，或者略超过 10 个。对于普通投资者而言，由于精力所限，比较合适的组合数量是 3 ~ 5 个，最好不要超过 5 只，最多不超过 10 只。太少了也不好，如果少于 3 只，那么风险就很集中了，万一碰到突发事件，几年内都很难翻身。

统计学显示：持有 2 只股票，能将单纯持有 1 只股票的非系统风险减少 46%；持有 4 只股票，能将其非系统风险减少 72%；持有 8 只股票，能将其非系统风险减少 81%；持有 16 只股票，能将其非系统风险减少 93%；持有 32 只股票，能将其非系统风险减少 96%；持有 500 只股票，能将其非系统风险减少 99%。

因此全世界的公募基金，其持股数量一般都要在至少几十只以上，目的就是为了回避非系统风险。但是这样做的缺陷是回避不了系统风险，因为系统风险下，大部分股票都不能幸免，所以公募基金能超出市场表现的仅仅是少数。事实上，公募基金表现与大盘基本一致，即公募基金的贝塔值近似等于 1。

根据传统定义，贝塔值通过比较波动程度来衡量一只股票或者一个组合的风险程度的大小。贝塔值采用回归法计算，将整个市场波动带来的风险确定为 1，当某项标的物价格波动与整个市场波动一致时，其贝塔值等于 1；如果价格波动幅度大于整个市场，其贝塔值则大于 1；如果价格波动小于市场波动，其贝塔值便小于 1。证券贝塔值越高，潜在风险越大，相应投资收益也越高；相反，证券的贝塔值越低，风险程度越小，相应投资收益也越低。

其实，贝塔值在实践上意义不大。贝塔值毕竟是一个人为设定的、事后统计出的指标——某只股票行情走完了，才可以计算出这只股票相对于大盘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的贝塔值大小，有些马后炮、事后诸葛亮的意思。

做股票千句万句都是浮云，只有赚钱才是硬道理！如果碰到熊市亏钱了，股票贝塔值再低又有什么意义呢？毕竟是亏钱了，难道亏得比别人少一点就值得夸耀吗？

如今，经济学论文时兴搞个“深奥”的数学模型来装点门面，证券市场也热衷于搞一些“复杂”的概念来给所谓的投资理念增色。其实，在投资界，最管用的理念往往是最简单的。

每个投资者都可以结合自己的爱好、知识积累和生活经验来决定组合的种类。比方说，有的人爱美食，那么其投资组合可以以食品饮料类股票为主；有的人爱酒，投资组合可以以酒类股票为主；有的人爱美容打扮，投资组合可以以日化类股票为主；有的人贵身爱身，重视健康，投资组合可以以养生保健的医药保健类股票为主。

对于组合中的每只股票，不必强求百发百中，不要指望每只股票都可以成为 10 倍股。富达资本的投资大师彼得·林奇曾说过，一个组合有 60% 以上的股票表现良好就相当不错了。这是因为在实践操作上，表现良好的股票少则上升几倍，多则几十倍、几百倍，少数股票可以贡献组合大部分的收益。从长周期来看，即使有一两只股票出了问题，并不会影响整体组合净值的上升趋势；几十年后，最终的结果或许就是一个亿和八九千万的差别而已。

有人统计过巴菲特几十年来的投资组合，发现其选股成功率大约为 65%。巴菲特重仓过约 14 只股票，其中仅 7 只股票表现比较优异，但是仅“四大金刚”可口可乐、宝洁（合并了吉列）、华盛顿邮报、运通就赚了约 270 亿美元，贡献了大部分收益，从而成就了这个世界首富。

2013 年 6 月，中国企业家史玉柱自称专注于投资金融企业，曾投资过中国平安、招商银行、华夏银行、民生银行，现在回过头来看只有民生银行赚钱，而且赚了大钱，除中国平安少赚了一点之外，其他都是赔钱。史玉柱认为当初分散投资的想法错了，应该一开始就集中资金只投资民生银行。其实，这是事后的说法，如果没有当初的组合投资，很可能连民生银行都抓不到，其结果不见得比现在要好。

做投资的人总是希望自己重仓的股票市值可以稳定增长。但是，从实际情况来看，个股的稳定增长几乎是不可能的。有人曾研究过美国所有大公司中盈利增长波动最低的几家典型公司如沃尔格林、百威英博、高露洁、思科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和百事公司，截取了这5家公司1998—2007年10年间的盈利增长数据进行分析，发现除了沃尔格林之外，其他的4家公司和其余的众多几百家公司一样，没有一家公司可以维持7年以上的稳定盈利增长。

同时，选取5家中国公司进行研究，分别是贵州茅台、五粮液、张裕A、山西汾酒、云南白药。这5家公司近10多年来穿越“牛熊”，股价上涨少则几倍，多则几十倍。但是通过数据分析发现，除了贵州茅台和云南白药之外，其他3家公司都出现过负增长。五粮液和张裕A的盈利在2002年都下降得很厉害；山西汾酒更是出现了3次以上的负增长，下降的幅度相当大。即使是贵州茅台和云南白药，虽未曾经历过负增长，但是盈利波动也很大，任何一只个股都难以做到盈利的稳定增长。

因此，单只个股几乎做不到盈利的稳定增长，只有组合才可以平滑各个股票之间的盈利波动，对冲个股之间的业绩风险。在组合的基础上，盈利的稳定增长才有可能实现。

投资组合很像老中医开药方，没有哪个中医只开一种药材的方剂，只有各药材之间配伍得当，互相作用，互为补益，才能起到“1+1>2”的效果。同理，股票组合中也要设定不同的股票品种，以及不同的市值占比和权重，才会起到协同效应。

关于组合中各股票的权重，一般来讲，如果有10个以上股票的组合，单只股票权重占比原则上不要超过20%，最大一般不要超过25%。特殊情况下，如果某只个股有非常好的历史性建仓良机，最高也不得超过30%。两国交战，比拼的是国家之间的综合国力；人生竞争，比较的是个人的综合实力。投资组合不必拘泥于个股的表现如何，而是要着力于组合整体效果。

作为投资人，智慧比聪明重要，心态比智慧重要。一个好的组合可以有效规避市场风险，使投资人保持从容不迫的心态，因为好心态是做投资的最高境界。



疑股不选，选股不疑

俗话说，疑人不用，用人不疑。选股也是如此，疑股不选，选股不疑。投资需要定力，不符合认定标准的股票哪怕别人如何强力推荐，说得天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



花乱坠也不要碰；而一旦选定股票，就不要轻易被股价 K 线的短期涨跌所干扰，而怀疑自己当初的选股逻辑，从而轻率地卖掉。

一般来讲，企业的发展阶段不同，股价会有不同表现，有时会被高估，有时会被低估。在某一时点，组合中有的股票可能涨得很好，甚至高得邪门；有的股票一再下跌，跌得让人看不懂。此一时彼一时，组合中总会有赚钱的股票，也会有亏钱的股票。但总体上来说，东方不亮西方亮，今日不亮明日亮，一个好的组合可以平滑不同个股在不同时期、不同发展阶段的表现，使整体净值呈现出较平稳向上的收益表现。

对于组合中表现不佳的个股是留是弃呢？实际上，从中外股市的历史来看，一些优秀的公司在长周期里总是要经历几次风波和几次股价的大幅波动。

看看美国的道琼斯指数就知道了，在经历 1929 年黑色星期二、珍珠港事件、朝鲜战争、苏联爆炸第一颗原子弹、苏伊士运河危机、古巴导弹危机、肯尼迪遇刺、越南战争、水门事件、尼克松辞职、伊拉克入侵科威特、“9·11”恐怖袭击等大事时，道琼斯指数曾有过很多次大幅下跌，但最终不改其长期走牛的趋势。

其实，好股票在经历大的危机事件时股价才会出现深度调整，而这才是建仓或补仓的良机。但是操作起来一定要慎之又慎，最好不要减持其他股票，腾出存量资金来追加买入下跌股。因为万一判断失误，不仅仅是“偷鸡不成蚀把米”，更重要的是付出了机会成本，即丧失了被减持股票的收益机会。所以较为稳妥的做法是“以不变应万变”，尽量减少交易，着眼于中长周期投资，“无为而无不为”，“无为而治”即可。即使要把握机会建仓的话，最好用新增资金来进行试探性建仓，而且要特别注意建仓节奏。

据统计，假如均等投资 10 只股票建立一个组合，每只股票每年复合上涨 10%，10 年后总体收益率约是 160%；如果组合里有 1 只 10 倍股，总体收益率约是 235%；如果有 2 只 10 倍股，总收益率约是 310%；如果有 3 只 10 倍股，总收益率约是 380%。由此可见好股票在组合中的重要性。

从长期来看，在股票投资组合中，提供 80% 收益贡献的往往是那些数量占比为 20% 的少量股票。因此，就算组合中有一些股票表现不尽如人意，只要能抓住个别优秀的股票，其整体回报也会相当可观。

事实上，从股票交易角度来看，如果查阅历史交易记录，会发现约 80% 的交易是错的，只有约 20% 的交易是对的，这就是股票买卖的“二八规律”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“二八规律”在自然界、社会生活及经济学中广泛存在。比如说，人体内固体与液体的比例大约是二比八；20%的企业创造80%的产值和税收；20%的人掌握80%的财富；20%的销售由80%的销售员完成；20%数量的股东持有公司80%的股权；80%的商品价格跑输CPI，20%的商品价格跑赢CPI；20%的投资者赚钱，80%的投资者亏钱，等等。

要做到疑股不选，选股不疑，就要以做企业的手法来研究个股，需要投资者做大量的功课。这样才可以做到“不疑”“不惑”，而“知天命”，乃至于“从心所欲”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十五章 操作原则10　要做中长周期投资



把握个股“生命周期”

投资要做中长周期投资，请注意这里指的是中长周期投资，不是中长期投资。

周期循环是自然界、社会，乃至人体生理的基本规律。比如，关于《周易》名称的由来，一种说法是依据《史记》所记载“文王拘而演周易”，认为《易经》为周文王所著，故称《周易》；另一种说法认为《易经》流传于周朝而称其为《周易》；还有一种很重要的说法是从《周易》的内涵来解释，认为“周”代表周普、周遍、周流、周期等含义。

做股票可以不看经济周期，但是一定要把握个股“生命周期”。个股“生命周期”不同于个股“波段”，区别在于：“周期”与内因，即企业业绩相关；“波段”与外因，即炒作因素相关。由此产生证券市场两种赚钱方式，一种与“生命周期”相关，即赚企业成长的钱；另一种与“波段”相关，即赚市场波动的钱。

据统计，股票投资持股一年的风险大于任何资产投资，持股10年以上的风险与国债和票据基本相当。一般来说，中长周期投资比短期波段操作回报更为丰厚而稳定，在复利的作用下，中长周期投资往往会取得意想不到的成果。大智慧总是好过小聪明，把握大的趋势比拘泥于小的趋势成功率更高。投资者如果不把主要精力放在中长周期投资上，而是整日埋头于短期波段操

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作那点蝇头小利，其实是一种“捡了芝麻丢了西瓜”的行为。

不过话说回来，判断一项投资是否有价值，不是简单机械地以投资时间的长短来认定。有的个股成长周期长，则可以做长期投资；有的个股成长周期短，则可以做短期投资。

1897 年的道琼斯工业指数最初由 12 只蓝筹股组成，如今只剩下通用电气一只股票，其他的企业要么已经退市，要么被兼并了。据统计，世界 500 强企业的平均寿命约为 40 年。

因此，如果一项投资在短时间内把握住了个股周期行情而盈利，那么就是正确的投资；反之，一项投资在长时间内把握错了个股周期行情，亏钱了，虽然持股时间很长，也不能说是正确的投资。

个股短期股价走势无法预测，短周期投资操作起来难度非常大。一般来说，个股短期股价表现往往与业绩无关，而是与市场预期有关，况且这种预期是杂乱的，带有很多非理性的成分，受人的心理影响很大，因此有一门投资心理学或称行为金融学来专门研究这种社会心理。短期利好就必然导致短期股价上涨吗？——未必！能得知短期利好的消息已属不易，再去判断短期利好对股价的短期作用，更是难上加难。或许，所谓的“短期”仅仅是集合竞价期间的瞬间跳涨，等大家冲进去的时候则回归为绵绵无尽的阴跌。

然而，从长期来看，个股股价与业绩 100% 相关，这需要一个股价变动周期来验证，短则几个月，长则几年。从这个角度来说，中长周期投资可以依据专业知识、操作经验以及逻辑思维等来把握，有可操作性，确定性较强，成功概率较大。

中长周期投资和短期投资的关系可以用一个小故事来说明：老和尚让小和尚端一碗水到山上。起先，小和尚只关注碗里面水的波动，不看山路，结果到了山上，水基本上洒光了。于是老和尚告诉小和尚更要关注山路，小和尚又走了一次，成功地把一碗水端到山上。中长周期投资和短期投资的关系其实就是看路还是看碗的关系。

1626 年，德拉瓦印第安人以 60 荷兰盾，即 24 美元的价格将曼哈顿岛卖给荷兰人。据统计，如果以年息 6.5% 计算复利，约 400 年后，这笔资金现在可以达到 1.3 万亿美元。

数据显示，如果在约 200 年前的 1802 年拿出 1 美元投资，至 2004 年，投资于美国股市可以达到约 65 万美元；投资于债券市场可以达到约 1000 美元；投资于国债可以达到约 300 美元。而剔除掉通货膨胀和币值上升因素后，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



购买力来看，1802 年的 1 美元相当于 2004 年的 16.67 美元。

从长周期来看，股市收益率远远大于房市、债市和黄金。道理也很简单，财富毕竟是企业创造的，企业是财富创造的母体。因此，企业的价值应该大于任何资产的价值。股票是企业证券化后的产物，收益率当然高于其他形式。

美国近百年以来 GDP 年均增长约为 5%，这期间股市平均上涨约为 10%，以这个速度计算股市复利，50 年可以上涨几十倍，100 年约上涨上千倍。比如，20 世纪 70 年代中期以来，美国股市年平均上涨 12%，如果当时投资 1 美元，现在约是 40 多美元，涨了 40 多倍。从这个角度来讲，股票是抵抗通胀的好武器。

其实，“长”与“短”的关系是辩证统一的。据统计，1926—1996 年的 70 年里，标准普尔指数中 500 种样本股票所取得的丰厚回报几乎都是在个股表现最好的 60 个交易月内完成的。60 个月折合 5 年，只占 70 年的约 7%，7% 的时间虽然不长，却提供了大部分收益。但是如果没有中长周期的坚定持有，就不可能把握得住这 7% 的宝贵时间。再如，统计数据显示，过去 20 年，如果能一直长期投资美国股市，业绩回报是年均 7.81%。但是如果错过了市场表现最好的 20 天的话，那么年均收益将会下降到 1.70%，也就是说，平均每年只错过重要的一天，业绩回报就减少了约 80%。

要想充分享受中长周期投资所带来的复利回报和资本增值的乐趣，不仅要看谁更能坚守，还要看谁做得更早。巴菲特 11 岁时就开始买股票，可他还是感叹自己出道晚了。俗话说，早起的鸟儿有虫吃，早起的虫儿被鸟吃；诺亚不是等到下雨时，才开始建造诺亚方舟的。做投资亦是如此，越早投资，人生越主动。



股市回报 VS 房市回报

中国股市已经走过 20 多年，下面来简单比较一下这期间股市与房产各自投资回报情况。据统计，1991 年到 2011 年上证综指年均上涨 16%，以复利计回报约为 16.4 倍；按照国家统计局公布的住宅销售价格，20 年间房产价格年均上涨 9.8%，以复利计回报约为 6.6 倍；按照国家统计局公布的居民消费品价格 CPI 涨幅，20 年间物价上升约为 2.6 倍。

由此可见，从长期来看，股市投资回报大于房产投资回报，股市投资和房产投资双双跑赢了物价上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上结论可能和大家的经验感觉有所出入，原因在于：一是90年代只有少数人投资股市，大部分投资者是在2007年的牛市高点入市的，因此很多人在股市里亏钱了，所以感觉股市没有回报。二是房市周期的时间长度约是经济周期或股市周期的两倍左右，中国绝大部分居民是在前10年里买房的，享受了房市的上升周期，所以感觉买房子很赚钱。三是房产一般用来自住，几乎不会通过交易来变现收益；股票随时可以交易。从世界范围来看，中国股票换手率最高，2007年一度达到一年7次；第二是韩国，平均是一年2次；西方发达国家股市平均一年才1次。频繁交易助涨助跌，使市场大幅波动，本想高抛低吸，在频繁交易下却成了高吸低抛，所以即使股市20年来一直在上涨，很多人也未能享受到上涨收益。

假设中国未来20年股市和房市延续过往20年的趋势，涨幅与前20年相同，如果把股市分红、房产出租收益和房产投资杠杆因素都考虑在内，那么未来20年各自的回报情况如何呢？下面来简单计算一下。

先算股市回报。假设原始投资100万元，20年后全部清仓获得现金1640万元；分红按照年均2%来计算，从100万元到1640万元，中位数是870万元，870万元的2%是17.4万元，20年共348万元。以上合计，现金共计1988万元，即20年回报约为20倍。

再算房市回报。假设考虑房产投资杠杆因素，首付40%，贷款60%，贷款利息一般约为6%～8%，年均取7%来计算；房产出租收益一般为房价的2.5%～5.5%，年均按照4%来计算。假设拿出100万元的首付购买了250万元的房子，贷款150万元，年贷款利息为10.5万元，20年共计210万元，累计利息和房价基本相当。房产出租收益按照房价的4%计算，房价20年后为250万元的6.6倍，即1650万元，250万元到1650万元的中位数是950万元，年租金以4%计为38万元，20年租金合计为760万元。不考虑房产税和房屋维修费，只计算20年物业费和处置时的佣金，合计共约50万元。总起来计算，20年后房价出售收入为1650万元，租金总收入累计为760万元，利息支出累计为210万元，物业费和佣金合计约50万元，还贷150万元，总净得约为2000万元，20年回报约为20倍。

从以上比较可知，如果未来20年股市和房市延续历史上涨幅度，投资股市和以按揭形式投资房市的回报基本一致。当然，房产投资有按揭，其实是一种杠杆投资，在资产上涨期间，杠杆投资可以倍增收益。如果股市投资也使用杠杆手段的话，股市回报要远大于房产回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十六章 操作原则11 “三三制”法则



不兑现收益等于没有收益

做股票要回避两种错误做法。

第一种错误做法是自认为买了好股票，于是买入后就不管不问，不论涨跌多少，一竿子到底，死捂不放，持有几年甚至几十年，不做任何交易。

这样做无非是自认为抓住了一家优秀企业，并认为未来几年甚至几十年里也一贯如此。其实这种想法不符合发展的观点：对于任何一个公司，当认为它是一家好公司时，只是表明现在它是一家好公司，谁也不能保证明天还是不是好公司。明天是不是，要依据明天的情况来判断，而不是依据今天的信息，做股票也要“与时俱进”。

今天人类发明了数码相机，明天柯达公司就已经开始没落了（具有讽刺意义的是世界第一部数码相机恰恰就是柯达公司发明的）。2011 年一场突如其来的海啸，让日本东电公司这家庞然大物顷刻间几乎破产——企业存在一天，风险就会伴随一天，谁也无法预测企业明天的命运。

在古希腊，哲学家是最受尊敬的人，当时的哲学家赫拉克利特曾放弃王位而选择做一名哲学家。当赫拉克利特说出人不可能两次踏进同一条河流这句话时，他的学生克拉底鲁进一步说，连一次都不能——世界每时每刻都不是在静止状态中，万事万物都处于动态的变化当中。

因此，好企业在变化中，好企业的认定标准也在变化中。如果以过去的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看法指导现在，或者以现在的看法指导未来，就很可能犯刻舟求剑的错误。当一只股票符合自己的投资逻辑时，要坚定地持有；当偏离投资逻辑时，要有卖出的勇气，不能一味死守不放。俗话说，“会买的是徒弟，会卖的是师傅”，说的就是调仓换股的重要性。

第二种错误做法是不着眼未来，只盯着过去，仅仅因为某只股票历史涨幅很大而不敢买入，于是只关注黑马股，不关注白马股，从而错失投资机会。

其实，白马股相对于蓝筹股更具投资价值。蓝筹股多指业绩稳定的大型传统工业股及金融股。蓝筹股经常与价值投资画等号，其实这被误读了。比如，中石油曾经是中国最赚钱的公司，盈利稳定，是国民经济支柱企业，可以说是标准的蓝筹股，但是如果在上市第一天购买中石油，估计要等到下辈子才可以收回投资了。

一般来讲，蓝筹股稳定有余，成长性不足。在中国证券市场实践中，投资蓝筹股不仅很难取得超越市场平均水平的回报，而且很有可能会亏钱。

事实上，白马股较蓝筹股更具成长性。诚然，白马股历史上已经有了很大涨幅，5 年前是这样，3 年前也是这样看；于是乎，5 年前不敢买，3 年前也不敢买，如今更是不敢买。就这样，白马股在观望和质疑中屡创新高，一骑绝尘而去——如果机会总是在那里耐心等待你，那还能叫机会吗？

就这样，踏空的人屡屡后悔不迭，于是转而寻找下一个所谓的“黑马股”。奇怪的是，如果抓住了黑马股，哪怕以后黑马股变成白马股，也敢继续骑下去；但是对于没碰过的白马股，就是不敢骑。其实，“白马非马”，黑马亦非马乎？白马黑马，仅仅是颜色不同而已。伯乐选马肯定不以颜色定夺，同样，选股怎能以历史涨幅的多少来做依据呢？

一匹马偶然胜出，世人惊呼黑马出世了；一匹马经常取胜，让人看得有点审美疲劳，没有了刺激，反而不被大家关注了。大家都去关注黑马，忽视白马，反而推升了黑马的价格，使黑马的价格接近于甚至超过了白马的价格，就像赌石的价格超过了玉的价格，这不是很荒唐的事情吗？——现有的便宜的银行股不去投资，非要去炒作参股银行的高价股，就是其生动的写照。

须知，“舞照跳，马照跑”，赛马不是一天两天的事情，常胜的将军才是好将军。投资是一辈子的事业，几乎是场没有终点的马拉松，包子有肉不在褶上，千里马不在于是黑毛还是白毛，而在于其本身的功力。在大漠和戈壁滩遍布的股市征途中，唯有“老白马”才可以老骥伏枥，壮心不已，老马识

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



途，取得最终的胜利。

美国股市几十年的发展史告诉我们，快消品行业是最容易诞生“老白马”的地方。历史不会简单重复，但是历史规律却是实实在在存在的。发达国家的经济发展过程和走过的路可以成为发展中国家的参照标杆，面对百年一遇的良机，投资者要“得时无怠”。

下面以美国典型的“老白马”股——可口可乐为例，说明调仓换股的必要性和重要性。

20 世纪 90 年代约 10 年的时间里，可口可乐的业绩约增长了 3 倍；市盈率由最初的约 15 倍上升到约 50 倍。两个因素叠加，使得可口可乐股价增长了约 10 倍。

21 世纪以来约 10 年多的时间里，可口可乐业绩仍然在不停增长，同样约增长了 3 倍；但是，其市盈率从约 50 倍重新回落到约 15 倍。两个因素互相抵消，使得可口可乐股价近 10 年基本维持不动。

也就是说，在过去的约 20 年时间里，可口可乐估值由低转高，又由高转低，估值基本回到原点，没有变化。但是业绩约增长了 10 倍，其股价同期累计约增长了 10 倍。

数据也印证了这一点：1985—1987 年，可口可乐每股收益约 0.26 美元；2009—2010 年，每股收益上升到约 3.21 美元。20 多年间，每股收益上升了约 10 多倍，股价涨幅也大体相当。

由此可以看出：一方面，从长期来看，业绩是股价的最终决定因素。因此说，短期看，股票市场是投票器；长期看，股票市场是称重机。另一方面，股价表现和业绩几乎从来都没有同步吻合过，实际上，在相当长的时间里，股价和业绩是扭曲的，市场定价往往是错误的。

股票交易的本质是在过高和过低两个方向来对股价进行修复，股票交易存在的前提其实是市场估值的扭曲和定价的错误，如果市场永远是正确的，那么就没有交易存在的必要了。市场往往是非理性的，作为市场中的一个微小分子，任何一个投资者都无法改变市场，唯有去适应并顺应这个市场，才可以活得更久、更好。因此，在股票估值严重偏离内在价值时，适当进行调仓换股和买卖操作其实是很必要的。

巴菲特曾在 20 多年前投资过可口可乐，当时买入市盈率约为 15 倍。在其投资组合中，可口可乐一直是第一重仓股，由于可口可乐市值不断增长，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其在组合的权重一直维持在20%~40%之间。在第一个10年，可口可乐为巴菲特贡献了约10倍的回报。但是，在90年代末期、可口可乐市盈率达到约50倍时，巴菲特并没有卖出可口可乐。于是，在第二个10年，可口可乐基本上没给巴菲特提供回报。考虑到资金成本和机会收益，巴菲特投资可口可乐的后10年，整体收益很可能是负的。

让我们来做个假设，如果20多年前，即20世纪80年代可口可乐市盈率不是15倍，而是50倍，巴菲特会重仓吗？——显然不会。事实上，巴菲特自小就推销过可口可乐，一直关注可口可乐，由于找不到便宜的买点，直到50多岁还一直没等到机会。按照这种逻辑，当90年代末可口可乐市盈率上升到约50倍的时候，为什么还要一直坚守，为什么就不可以适当减持些呢？难道可口可乐在90年代末期的成长性高于80年代，以至于高到50:15的程度吗？

因此，从这个角度来讲，巴菲特投资可口可乐的逻辑前后似乎有些不一致。

有种说法认为巴菲特作为第一大股东，即使想减持，也很难操作，担心大股东减持有可能导致公众信心危机，引发股价崩盘。其实，如果是这样的话，当初就没必要保持这样高的持股比例。否则万一公司遭遇重大危机事件，岂不是束手无措，坐以待毙？巴菲特不可能考虑不到这个问题。况且，巴菲特虽然是可口可乐第一大股东，但在可口可乐总市值中持股比例约为10%，不是很大，加之可口可乐股票流通性非常好，是可以承受得住相当程度减持的。

从资本市场其他大手笔减持案例来看，包括创始人在内的大股东减持行为所造成的后果并未如想象中的那么严重，并没有引发股价大度下跌甚至崩盘。例如，当初马化腾减持腾讯后，腾讯股价不但没有下跌，后期还出现了大度上涨，根本没妨碍这只股票在10年的期间里上涨百倍，以至于减持后马化腾本人也产生了些许悔意。

再比如微软，10多年前微软如日中天，市场给予其很高估值，市盈率高达约45倍。至今10多年间，微软业绩也在增长，约增长了1倍，但是由于估值大幅下降，市盈率下降到10多倍，股价反而下跌了。

对于曾给自己带来高额回报的股票，时间久了，难免会产生感情，即使估值很高了，也舍不得减持，这是人之常情。但是，股票仅是获取财富的工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



具，大可不必和股票“结婚”，盯牢一辈子。

汇源果汁的创始人朱新礼曾说过，“企业要当儿子养，但是要当猪卖，因为这是市场行为”。创业是如此，做股票亦是如此，工具不能成为目的，“波罗蜜多，波罗蜜多”——到彼岸，到彼岸，到了彼岸就不用再背着那艘渡水的船前行了，否则的话怎么能前行到达另一个彼岸呢？

做股票的经常会被问到一个问题：是好的马重要，还是好的骑手重要？即是好的股票重要，还是好的操作重要？

其实，相对来说，好的马比好的骑手更重要。因为就算骑手不高明，如果骑到好的马，也可以取得不错的成绩；反过来讲，就算骑术很高，如果骑到不好的马，也难以获得好成绩。

退一步讲，如果投资者能骑上一只“老白马”，虽然长期持股不动也可以获利匪浅。但是，如果能提高一下自己的骑术，掌握好马的性情，并根据马的状态来驾驭，甚至做到像庖丁解牛一样达到与马心神合一的境界，那么这难道不是一件好上加好、锦上添花的事情吗？

在具体操作层面，可采取“三三制”操作法。比如说，当一只股票已经高估很多，透支了未来业绩，不如先减仓三分之一，腾出资金投资其他潜在收益更高的股票，不要试图赚取最后一个铜板。当减仓的正确性被股价走势所佐证后，可以再减掉三分之一仓位，最后仅剩余原始仓位的三分之一。反之，等这匹“老白马”估值下降，投资价值凸显后，再行增仓，方法相同。

要特别注意的是，决定是否减仓，不是以自己所持股票的涨幅和盈利为标准，不要想当然地拿赚钱多的股票“开刀”。减仓的主要参照标准应该是在当下时点的估值，估值高的、太贵的就减仓，估值合理的不用减仓，估值很低的甚至要考虑适当加仓。以自己的原始投资成本作为减仓或加仓的根据，这种思维是自欺欺人的刻舟求剑思维。

“三三制”的操作办法不仅适用于“老白马”股票，同样适用于被套的“黑乌鸦”股票。普通股民做股票要么习惯于把全部资金押注在一两只股票上面；要么是一旦碰到“黑乌鸦”股票被套后就干脆采取鸵鸟战术，不看、不管、不问，自我麻痹，苦苦等待下一个牛市的来临。

这样一来，经历一个熊市后，整体亏损可以达到 50%，甚至 80%、90%。哪怕几年后下一个牛市来临，股票最终得以解套，但是毕竟错过了机会收益。也就是说，如果早点换股的话，结果不会这么惨，还可以在其他股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票上面赚钱。

更可悲的是，刚一解套，又重新杀入另外一只所谓“牛股”，在该只“牛股”顶部区域高位接盘，并再次演绎套牢—苦熬—解套的故事。就这样，一二十年过去了，付出了大量时间和精力，也没赚到钱，能不亏就谢天谢地了。

其实，哪怕是股神也难以做到百发百中，巴菲特承认曾花大约4亿美元买过一家制鞋公司，最后全部赔光。因此，如果不幸全部押注一只“黑乌鸦”股票，一旦被套，而不采取减仓行动，那么后果将不堪设想。

当然，一次性全部清仓的做法也不足取。一是投资者难以找到最佳减持点位，二是从心理上来讲也下不了手，反而会一直拖延下去。

事实上，“三三制”是很有效的减仓办法：被套后，首先减仓三分之一，留下三分之二继续观望。如果股价反弹，还有三分之二的股票没有错过收益；如果股价下跌，至少有三分之一的股票挽回了部分损失。如此这样，心态会相对好一些。做股票做的就是心态，心态一好，接下来的操作会更理性一些，更冷静一些，错误会更少一些。

俗话说，“事不过三”。其实2008年国际金融危机时，中国香港地区股市经历了三次大的冲击后，就基本上见底了。第一次冲击是2008年1月22日，因对港股直通车落实遥遥无期，市场信心受挫，恒生指数大跌8.65%；第二次冲击是3月的贝尔斯登倒闭事件，引发了市场第二次大幅杀跌；第三次是9月的雷曼兄弟公司破产事件，在此后的一个多月时间里，恒生指数大幅下探至10676点的历史性低位，较年初的27632点，下跌幅度达约61%。

“三三制”是中国共产党在抗日战争时期采用的统一战线政策。根据这一政策，在抗日民主政权中的人员里，共产党员约占三分之一，左派进步分子约占三分之一，中间分子和其他分子约占三分之一。三三制团结了各抗日阶级、阶层，争取了中间力量，孤立了顽固势力，巩固和发展了抗日民族统一战线，为抗战的胜利做出了巨大贡献。

在自然界和人类社会中，“三”是个很好的数字。比如，“三生万物”，“三足鼎立”，“三个臭皮匠，顶上一个诸葛亮”，“吾日三省吾身”，“益者三友，损者三友。友直，友谅，友多闻，益矣。友便辟，友善柔，友便佞，损矣”，等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





好股票的建仓良机

有一个修理管道的故事很有趣。说是有一个管道修理师傅来到居民家里修理管道，进门后，看似随意敲了一下管子就解决了问题。师傅提出修理费要 100 元，居民很惊讶，说你只不过是敲了一下管子而已嘛。师傅说，是的，敲管子只收 5 元，而知道在哪里敲则收 95 元。

有“中东巴菲特”之称的阿拉伯王子阿尔瓦里德曾两次“敲”过花旗银行这只“管子”。一次是在 1990 年花旗银行房贷危机时出资约 2 亿美元取得花旗约 5% 的股权，不但化解了当时花旗银行的危机，还获得了丰厚回报，可谓名利双收；另一次是在 2008 年年底国际金融危机花旗股价暴跌时，以极低的价格增持花旗银行股份，再次取得丰厚回报。两次买入时机掌握得非常好。

在股市操作中，一个正确的交易行为至少包括三个要素：买什么、何时买、何时卖。知道买什么并不难，知道在何时买、何时卖要比知道买什么难得多。

巴菲特、彼得·林奇等投资大师的投资组合每年乃至每月都会公布，但是世上并没有人靠模仿成为巴菲特第二或彼得·林奇第二。事实上，很少有人会跟着巴菲特或彼得·林奇的组合去买股票，原因也很简单，很多人只是“知其然”，但是并不“知其所以然”。巴菲特或彼得·林奇的组合可以复制，但是巴菲特或彼得·林奇的投资思路却无法复制。

一般来讲，有两种差别较大的买入行为风格。

一种是较保守的投资风格。在这种风格下，当股票估值横比和纵比均很低时才行买入，即估值不但与当前其他股票相比很低，而且从历史上看也很低。本杰明·格雷厄姆是这种风格的倡导者，格雷厄姆被称为“低风险”投资家，他侧重于资产价值、盈利以及红利分析，并建议投资者购买尽量低价的股票并尽量实现多元化组合。

另一种是较激进的投资风格。菲利普·费雪是这种风格的代表，他和本杰明·格雷厄姆恰恰相反，被称为“高风险”投资家。费雪认为对于成长性企业，在任何时候任何价格都可以介入。费雪倾向于重仓高成长性股票，其组合也高度集中化，仅买入极少品种的股票。费雪比较成功的投资记录是摩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

托罗拉和德州仪器，投资20年回报约20倍。

总起来讲，两种风格各有利弊。就像刀和枪两种武器，各有所长。投资者应当结合自己的性格、年龄、资金量、信息量等要素来确定自己的投资风格。刀也好，枪也罢，不但要精益求精，还要扬长避短。

费雪被称为最伟大的成长型投资大师，格雷厄姆被称为价值型投资之父，他们同为巴菲特的启蒙老师，巴菲特吸取了两者的理念与精髓，并融会贯通到自己的投资实践中，形成了自己独有的投资风格，可谓“刀枪”合一。

对于中国资本市场实践来说，费雪风格比格雷厄姆风格似乎更有效一些。当然，组合中可以有一些低估价值股，也可以有一些估值较高的成长股，两类股票要结合起来操作，费雪风格的股票权重可以适当多一些。

一般情况下，对于消费品品牌企业来讲，品牌溢价带来估值溢价，消费品品牌股票估值会高于其他股票，市盈率比一般企业高30%或50%，甚至达100%以上。品牌商誉越高，内涵越丰富，估值溢价越高。面对高估值，投资者望而却步，习惯性采取观望的态度，总想等股价调整一下，下跌20%或30%时再考虑买入。

事实上，消费品品牌股票抗跌性强，哪怕大盘下跌20%或30%，其股价也难以出现同比例下跌。退一步讲，如果品牌股票真的下跌了20%或30%，投资者反而可能畏手畏脚，如同叶公好龙，会反复追问好股票为什么会下跌那么多啊，是不是公司出了什么大事情？由于害怕进一步下跌，反而不敢买进。

其实，回过头来看，对于一只10年10倍股，股票可以从1元涨到10元，在任何价位买入都不晚，比如以1.5元的价格买入，虽然多付了50%，但又有何妨呢？估值溢价真的有那么重要吗？

估值和成长性永远是一对矛盾，就像女孩子的外貌和脾性，常常难以兼得。长得好的女孩子脾气不一定好，脾气好的女孩子长得可能不漂亮。同样，估值低股票的成长性一般不好，成长性好的股票估值肯定不便宜。低估值的成长性股票是稀缺品，出现的机会稍纵即逝，可遇而不可求，通常很难碰得到。

不过，男人娶老婆，有句话叫长得好不如心眼好。美女看三天也不觉得美了，丑女看三天也不觉得丑了。选股如同选妻，就中国股市实践来看，成长性要比估值更重要。由于成长性好，业绩增长也快，高成长性股票的估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有向下修正的趋势。反过来讲，如果企业缺乏成长性，虽然估值很低，但是业绩增长缓慢，市场对此类股票不会有太大的耐心，给予的估值可能会更越来越低，股价很难抬头。

因此，选股时成长性可以多考虑一些，如果非要给个权重，那么估值和成长性可以各占40%和60%的权重。

其实，品牌企业股票也会有少见的建仓良机。

俗话说，做一件好事不难，难的是一辈子做好事；做一次好人不难，难的是做一辈子好人。圣人无过，但是这个世界圣人是供大家瞻仰的，人吃五谷杂粮，难免会犯错误。企业也是如此，好的企业也会有犯错误的时候，但是真正的好企业往往善于从错误中吸取教训，从而更上一层楼，变得更为强大。正如“君子之过也，如日月之食焉：过也，人皆见之；更也，人皆仰之”。

品牌是一把双刃剑。在正常情况下，企业为维持来之不易的品牌美誉度，会不断提高产品品质，投入品牌机会成本来加强品牌壁垒效应，从而为企业业绩提供保证，维持股价持续上涨。但是如果遭受一次突发危机事件，由于具有较高的知名度，负面冲击相应也很大，在短时间内对市场和消费者心理造成重大冲击，致使股价遭遇重挫，出现深度调整，这时反而提供了建仓良机。

中国资本市场出现过很多这样的案例，如三聚氰胺事件之于伊利、蒙牛，瘦肉精事件之于双汇，安全事故之于华侨城，塑化剂之于茅台，勾兑门之于古井贡酒，人事之争之于上海家化，反垄断调查之于合生元，槟榔门之于汉森制药，等等。

不过，并不是所有的企业都能从危机事件中走出来。有些企业经历危机事件后大伤元气，一蹶不振，业绩反而不如以往。能不能从危机事件中快速走出来，不但是对管理层经营能力的考验，也是对该品牌客户忠诚度的考验。因此，危机事件要结合企业基本面和行业背景来综合考量。

比如三聚氰胺事件之于伊利、蒙牛，如果连伊利、蒙牛这样的龙头企业都出现了食品安全事件，整个行业也好不到哪里去。企业可能会倒闭，但是行业不会消失，消费者不可能因为出现过一次食品安全事件而改掉喝牛奶的习惯。因此，经过整顿后，消费者还是会选择这些龙头品牌企业的产品。

另外，还有瘦肉精事件之于双汇。瘦肉精事件发生后，舆论哗然，但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国肉类食品行业进入门槛很高，市场长期被几个龙头品牌所垄断，长期以来大型卖场被双汇、雨润、金锣占据，中型超市一般被双汇、雨润占据，社区的小便利店一般就只有双汇。对于消费者来说，毕竟生活中少不了火腿肠，整顿后食品安全性反而要好于以前，所以大家最终还是选择双汇等几个有限的品牌。

但是，对于一些替代性强的品牌产品来说，可能就是另外一回事。例如，一条"八瓶三株口服液喝死一条老汉"的报道就足以将三株这个曾经无比辉煌的企业彻底打垮，因为保健品毕竟属于可替代品，况且平时也不常吃，消费者要么不再吃，要么转而吃其他品牌的保健品。

因此，利用品牌企业危机事件建仓的操作方法一定要选择替代性不强的产品，还要看危机事件是不是致命的打击，而且品牌要足够强大，最好是业内龙头企业。另外，品牌至少也要有10年或20年以上的历史，最好是百年品牌。



常胜将军的制胜之道

中国历史上有很多常胜将军，如孙武、项羽、吴起、卫青、霍去病、赵云、岳飞、袁崇焕等，但是有一个人不要忽视，他就是程咬金。有关程咬金的歇后语很多，如：半路上杀出个程咬金，程咬金上阵——就那三板斧，程咬金的三斧头——虎头蛇尾等。

程咬金很少打败仗，秘诀就在三板斧。第一斧先来个下马威，如果对方招架得住，第二斧再卯足劲来个泰山压顶，如果对方还不吃这一套，第三斧程大爷就会虚晃一斧，转身溜掉——打得过就打，打不过就跑，这就是常胜将军的秘诀。

如果用军事思想来总结就是不打无准备之仗，不打无把握之仗。敌弱我强，就打歼灭战；敌强我弱，就打游击战。此外，有一种官场潜规则叫做"多做多错，少做少错，不做不错"，含义与此近似。

《孙子兵法》中说，"古之所谓善战者，胜于易胜者也。故善战者之胜也，无智名，无勇功，故其战胜不忒。不忒者，其所措胜，胜已败者也"。意思是，古代所谓善于打仗的人，只是战胜了那些容易战胜的敌人罢了。因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



真正善于打仗的人，没有过人的智慧和名声，也没有盖世的武功，却能打胜仗又不出任何闪失。打胜仗又不出任何闪失的原因在于谋划和措施得当，他所战胜的是已经注定失败的敌人。——不知程咬金有没有读过《孙子兵法》，但不管是否读过，程咬金可以称得上是活学活用《孙子兵法》的典型。

同样，做股票建仓时也要坚守“打得过就打，打不过就跑”的原则。当出现亏损时，切不可一味恋战，先停下来，偃旗息鼓，整顿整顿再说，然后再做打算也不迟。否则，为急于挽回损失而一再补仓，越补亏得越多，最终被彻底套牢。

例如，房利美曾经是美国的大牛股，有政府信用做后盾，2008 年次贷危机前股价曾达到 70 美元。次贷危机发生后一路下跌，跌幅达近 99%，后来跌破 1 美元一度被勒令退市。对这样的股票，如果不懂“三十六计走为上策”而一味补仓的话，最终只会落得全军覆灭的后果。

当建仓一只股票时，先期不要买入太多，先试探性地买入所分配资金量的三分之一。如果建仓后股票出现下跌，就不要急于加仓，等跌幅达到 30%左右时，再试探性买入所分配资金剩余量的三分之一。如果股票再次下跌，则等到跌幅再一次达到 30% 左右时，再一次买入所剩余资金量的三分之一。之后如果继续下跌，则坚决不再追加资金，不再买入。待到股价涨到历史成本价以上，开始盈利的时候再考虑追加买入。这就是股票建仓所采用的“三三制”法则。

在采取组合投资的情况下，分配给某只股票的资金或许只是全部资金的十分之一到五分之一，由于采取了“打得过就打，打不过就跑”的策略，没再追加大笔资金，亏损比例最终限定在一个较小的范围内。

俗话说，“天之道，损有余而补不足；人之道则不然，损不足以奉有余”。“股之道”与“人之道”类似，好股票总是不停地上涨，不好的股票总是不停地下跌。“老白马”股一般是 10 年 10 倍股，在熊市中，“老白马”股的最大下调幅度也会达到 50%，但是“老白马”股的长期收益回报目标应该是 10 倍以上，甚至达到几十倍、几百倍，如果建仓时多花了 20% 或 30% 左右的资金，相比今后的巨大涨幅又有什么计较的呢？

“三三制”不能保证你以最低价抄底成功，但是却可以使你不至于踏空，不至于错过历史性大牛股。那种抱有在 6124 点逃顶，在 1664 点抄底的贪婪想法的人根本就不适合进入股市，因为就算全世界的钱都被他赚走了，或许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不会满足。

在实践中，“投资在先，调查在后”是一个比较有效的办法。即先提出假设，建立头寸，小试牛刀检验假设，让市场来证明假设正确与否。如果是正确的，则追加头寸，否则及时撤出。

证券市场瞬息万变，机会稍纵即逝，有时候确认一个决策的正确性非常耗时，很可能在犹豫不决之时，市场走势已经开始逆转，机会很快溜掉。因此提出假设后立即建立头寸有助于捕捉战机，并避免踏空。

俗语说，成功需要三要素“天时地利人和”，“天时”排在第一位。同样一件事，如果时机把握错了，好事也有可能变成坏事。司马迁的《货殖列传》中说道：“无财作力，少有斗智，既饶争时，此其大经也。”意思是说，贫穷时要努力工作出卖劳力，稍有钱时要靠智慧进一步使财富增值，财富已经很多时要善于把握时机才可以成就大业，这是人生的常理。

一项成功的投资，既要选股正确，也要选时准确，即掌握好买点，两者缺一不可。

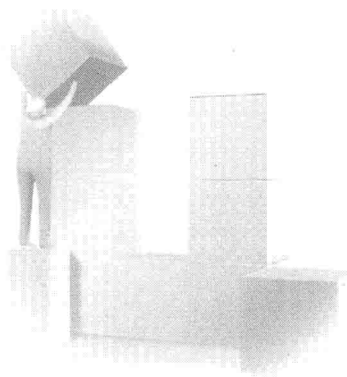
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四篇

宏观经济指标解读

由于官方公布的经济指标往往是滞后的，根据测不准原理，经济指标并不能完全反映真实经济状况。因此做投资不能只盯着宏观经济指标，唯经济指标马首是瞻。做投资要“知其然”，懂得经济指标；更要“知其所以然”，懂得经济指标背后的经济学含义。解读经济指标可以帮助投资者更好地理解中国经济，从而更好地选股和选时，以取得更好的投资回报。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十七章 GDP剖析

GDP 是指在一年内，一个国家或地区经济体所生产出的全部最终产品和劳务的价值，是迄今为止衡量国家经济状况最方便的综合指标。但是，GDP 指标最大的缺陷是无法考量精神财富。如果把世界分为物质世界和精神世界两个层面的话，GDP 仅仅是物质世界的经济指标。

目前存在一些对 GDP 的误读。比如，很多人把 GDP 和一个国家的财富总量画等号。其实，财富总量是存量概念，是历年累积数；而 GDP 是增量和流量的概念，是指一个年度的新增数。

财富总量与 GDP 的关系有点像资产负债表和损益表之间的关系：资产负债表反映了公司自成立以来的累积可支配财富（总资产）和累积股东权益（净资产），损益表只是反映了一年的经营成果。

因此，一个国家或地区 GDP 高于其他国家或地区并不一定表明这个国家更富有，就像一个企业今年产值比其他企业大并不一定表明这个企业规模就更大。

GDP 核算有三种方法，即生产法、收入法和支出法，三种方法从不同角度反映了国民经济活动成果。下面就这三种方法做一介绍和分析。



收入法 GDP：投资学角度的另类解读

收入法核算 GDP，即从收入的角度，把生产要素在生产中所得到的各种收入相加来计算，具体来讲就是把劳动者得到的工资、土地所有者得到的地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



租、资本所有者得到的利息及利润相加来计算，计算公式为：

GDP = 工资 + 利息 + 利润 + 租金 + 间接税和企业转移支付 + 折旧，或简化为：

GDP = 劳动者报酬 + 生产税净额 + 固定资产折旧 + 营业盈余。

由此可以看出，GDP 在总量上流向了三个渠道，即劳动者、政府和资本方。劳动者对应于劳动者报酬；政府对应于生产税净额；资本方对应于固定资产折旧 + 营业盈余，其中折旧是对初始投资的补偿，即对设备、厂房等生产性资本的补偿。

通过分析收入法 GDP，可以引申出以下几个观点。

一是企业是一个以股东为核心的“投入—产出组织体”。企业是社会财富创造的单位，在这个组织体中，股东投入生产工具（设备、厂房等），向员工购买劳动并支付报酬，向政府购买社会服务并支付报酬（税收），在企业管理者（企业家才能）的整合下，向外输出符合市场需求的产品和服务，并以此取得的收入。

收入扣除掉上述支出后的盈利部分是创造的财富净量，同时也是归属于股东的投资回报。

二是并不是全部 GDP 都是增量财富。公式中只有“营业盈余”是财富净增量，“劳动者报酬 + 生产税净额 + 固定资产折旧”是为取得“营业盈余”而付出的成本。这就像一个杂货铺，卖货的钱要扣除掉进货的钱、店员工资和税收后，剩余部分才是杂货铺老板的盈利，才是个人的新增财富。

三是就目前来看，中国和美国的财富总量的差距还在扩大，并非在缩小。美国全行业利润率较高，一般在 8% ~12% 之间；中国全行业利润率只有美国的一半，约为 4% ~6% 。2012 年中国 GDP 约为 52 万亿元，折合美元约为 8.3 万亿美元；而美国约为 15.7 万亿美元。粗略估计，2012 年美国收入法 GDP 中的“营业盈余”约为 1.3 万亿 ~1.9 万亿美元，中国 GDP 对应的“营业盈余”约为 0.3 万亿 ~0.5 万亿美元。由于“营业盈余”才是财富的净增量，从这一角度来讲，中国和美国的财富总量差距还在继续扩大。

打个比方，如果把中国和美国的 GDP 各缩小 1 亿倍，浓缩为一个年收入 8.3 万元的中国家庭样本和一个年收入 15.7 万元的美国家庭样本，虽然中国家庭收入的递增速度远远大于美国（2012 年中国 GDP 增长率约 7.8% ，远大于美国的约 2.2% ），但是扣除家庭日常消费和开支后，美国家庭剩下约 1.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万~1.9万元，中国家庭只剩下约0.3万~0.5万元。很明显，在这个样本中，2012年美国家庭变得比中国家庭更富有了。

准确地说，如果把这比作赛跑，中国选手的现时速度并没有美国选手快，因此在跑道上的差距还在继续拉大。但是现时速度的导数，即加速度，中国选手远远大于美国选手。

借助于物理学术语来形容：财富总量就是总路程，GDP值就是速度，GDP增长率就是加速度（$a=\Delta v/\Delta t$）。根据牛顿第二定律，$a=F/m$，即物体的加速度与受到的外力成正比，与物体的质量成反比。这里的“外力”，就是经济增长的驱动力，来源于科技进步、教育深化和制度创新等要素。驱动力强，则加速度数值大，速度变得越来越快，才可以超越对手跑更远的路程。

资本存量是反映财富存量的重要指标。据统计，2010年年底，中国资本存量总值大约是93.3万亿元（约合15万亿美元）；美国资本存量约为44.7万亿美元，是中国的3倍。按人均计算，中国的人均资本存量只有不到美国的10%，也仅约为韩国的25%。2012年美国私人财富额约为70万亿美元，而中国约为20万亿~25万亿美元，在私人财富方面，中美也相差了约3倍。

因此，只有当中国的“营业盈余”大于美国的“营业盈余”时，中美之间的差距才会真正缩小。途径有两条：一是扩大收入基数，即继续保持GDP绝对值的快速增长，靠跑“量”来带动“利”的增长，不过这是下策；二是提高GDP的质量和效益，即提高中国企业的生产效率和盈利能力，这是上策。

在生产效率方面，资料显示，美国1个产业工人的劳动收入可以供养4.8个人，劳动供养率为1:4.8；德、英、法三国的劳动供养率平均为1:6.8；日本和韩国劳动的供养率约为1:3.8。而中国绝大多数产业工人的劳动供养率达不到1:1.5。反映在日常生活中，欧美及日韩国家家庭只要有一个人上班便可供养全家，并绰绰有余；中国大部分家庭要靠双职工努力工作才可以勉强养活自己，如果有了孩子，负担变得非常沉重，甚至有人抱怨养不起孩子从而尽可能减少生育乃至不生育——这是一个很严重的社会问题，一个国家、一个民族如果出现后继无人的现象，肯定不是什么好现象。

类似的例子不胜枚举：“made in China”的芭比娃娃，10美元的售价中国企业只能从中分到1美元；中国产手机出口量约9亿部，占全球出口量的近八成，但是中国企业分到的利润只是整个产业利润的1%，等等。

由此可见，中国企业面临的迫切问题是提升生产效率，中国企业应在产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



品附加值方面下更多的功夫。当然，这需要外围环境创造条件。



生产法 GDP：投资学角度的另类解读

生产法核算 GDP，又叫增值法，是指按提供物质产品与劳务的各个部门的产值来计算国内生产总值。运用这种方法进行计算时，各生产部门要把中间产品产值扣除，只计算增加的产值。

简单举例说明：企业原材料进货成本 100 元，加工成产成品后实现销售收入 200 元，其中增加的 100 元产值就是企业为 GDP 做的贡献（增量产值）。从成本加成的角度来看，100 元增值额中包括人力成本（工资）、社会管理成本（税收）、资本成本（折旧），扣除后的剩余是盈利。

由此可见，只有盈利部分才可以成为社会扩大再生产的资金来源。折旧虽然没有资金的流出，但本质上是对资本投入的补偿，在现金流量表中以现金流入的形式留存于企业，可以转化为流动资金，或者转化为再投资。但是折旧资金毕竟是原始存量资金，如果没有盈利，那就只能空转，没有增量的产生。

另外，生产法 GDP 核算中的人力成本要转化为居民工资收入，也属于消耗性支出的范畴。虽然居民收入中未消费的部分可以以储蓄、保险、证券等形式存在，并借助于金融业转化为投资资金。但是即使投资有回报，本金随之会增加，最终也要在未来转化为消费资金，因为没有人积累财富的目的是要在临终时带到另外一个世界。

盈利对应于资本回报，因此投资创造社会财富（或者称为“有效投资”，不过这也是多余，就像劳动创造财富，当然指的是有效劳动），资本为社会化再生产提供动力。

事实上，经济发展和社会财富的增加不是消费拉动的结果，而是投资和生产的结果。正是由于生产力的发展和生产效率的提高，企业收入才会增加，劳动者收入才会上涨，购买力才会增强，消费的增加才会成为自然的结果。

没有一个家庭是靠拼命花钱致富的，没有一个国家是靠过度消费而变强的。恰恰相反，那些勤俭节约的家庭和国家最终才会更富有而强大。历史上，世界范围的经济危机往往是过度消费的后果，并非过度投资造成的。美国有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庞大的消费市场，那是因为美国财富生产得多的缘故，很多人把这种因果关系颠倒了。

扩大化再生产是人类社会发展的动力，也是人区别于动物的根本属性。动物习惯一次性吃掉食物，绝不会从嘴里节约出一部分用于播种或养殖，进行“再生产”。只有人类才有节省的理念，将结余用于再生产，并由此形成种植业和养殖业的滥觞，并进而有了人类文明。

顺便说一下“碗”的概念。作为人类文明的标志，“碗”本质上是一种容量的载体，代表存量。“碗”意味着“集中”和“结余”：比如，银行是一只巨大的“碗”，储存的是社会资金；粮仓也是一只大“碗”，储存口粮以备不时之需；电脑硬盘是一只电子“碗”，储存的是大容量的信息。

善于节俭的个人和企业，总是尽量减少不必要的消费支出，把剩余资金存入银行，或者去投资，要么获得存款利息，要么获得股票分红或股价价差。这些资金没有浪费和闲置，而是进入了社会化再生产循环。

因此，做股票不是赌博，不是投机，更不是不务正业。股票市场根本的逻辑是共赢的，不是谁输谁赢的零和游戏。从社会发展的角度来看，投资是一项“光荣”的事情，股票投资应该受到鼓励。

当然，大家买股票是为了赚钱，并不是为了支援国家建设或者为“社会化再生产”添砖加瓦。但是，追逐个人私利的行为却会产生积极的社会效应。生活中这样的例子比比皆是：为了拿高薪去读书，从而提升了劳动者技能，劳动产出会更大；为了赚钱去创业，从而为社会提供了更好更廉价的产品和服务；为了提升企业业绩而提高服务水平，从而使大家的生活更舒适和便捷。

在自由市场经济下，满足了别人的需求，让别人舒服了，才可以实现自己的利益。大家的逐利行为在亚当·斯密所说的“看不见的手”的市场机制——即个人的自利行为可以促使实现社会利益的最大化——作用下，成为推动经济发展和社会进步的动力。

因此，单纯从经济学的角度来看，赚钱多少表明了一个人的劳动价值；在合法合规的前提下（权钱交易、垄断等除外），盈利多少表明了一个企业的社会价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





支出法 GDP：投资学角度的另类解读

支出法核算 GDP，就是把一年内购买的各项最终产品的支出加总而计算出所生产的最终产品的市场价值。它反映本期生产的国内生产总值的使用及构成。从支出法来看，国内生产总值包括居民消费、企业投资、政府购买和出口，公式为：

GDP = 最终消费 + 企业投资 + 政府购买 + 净出口

在现实生活中，产品和劳务的最后使用主要分布在居民消费、企业投资、政府购买和出口四方面。

居民消费包括耐用消费品及非耐用消费品（快速消费品）以及在医疗保健、娱乐教育等方面的支出，自建住宅的支出暂不属于消费（统计学中纳入投资）。

企业投资包括固定资产投资（厂房、机器设备、商住物业）和存货投资（存货虽然可转化为未来的消费品，但是还没有进入下一生产环节，暂时纳入投资项进行核算）两大类。存货投资可能显示为正值，也可能显示为负值，因为年末存货价值可能大于也可能小于年初存货。

政府购买主要包括国防支出、政府行政支出、公共工程、公立教育支出和科研支出等。

净出口可以理解成产品和劳务在国外被外国人消费掉了，同时中国取得外汇（美元）作为补偿，从而构成外汇储备的重要来源。

从支出法核算 GDP 的公式中可以看出，GDP 无非由外需和内需组成。内需包括居民消费、企业投资、政府购买，外需就是出口。虽然需求不是经济增长的动力，但是经济的增长必然伴随需求的增长；一个经济体，长周期来看，其居民消费的增长速度必然大于经济增长的速度。

改革开放 30 多年来，中国最终消费率经历了“高—低—高”三个发展阶段。2011 年，居民消费率为 35.5%，中国最终消费率为 48.2%，均比 2010 年有所提高，最终消费率和居民消费率开始显现上升趋势苗头。

2012 年，数据显示最终消费率约为 49%；同时，国家统计局发布的 2012 年宏观经济数据显示，在经济增长的贡献中，最终消费贡献率比资本形成高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.4 个百分点，成为经济结构调整的三大进展之一，投资与消费良性互动的局面逐步形成。

从中国最终消费率的最新数据可以看出，中国“消费经济”的春天已经悄然到来。

美国近 50 年的经济发展史主要是消费品企业的发展史。目前苹果、谷歌、沃尔玛、可口可乐等消费品公司已经成为美国股市市值权重最大的群体，其中跨国快消品企业发展速度更快。未来 50 年，中国经济的发展必将复制并延续这一趋势。

通过以上对 GDP 三种核算方法的解读，可以发现，要想发现发掘投资机会，透彻理解中国经济是基本要求。解读 GDP，要知其然，更要知其所以然。



不要迷信 GDP，也不要迷信西方经济学

GDP 是西方经济学中的概念，大家也不必迷信西方经济学，毕竟西方经济学只有约 200 ~ 300 年的历史。要说经世济民的思想和理论，中国自古就有，春秋时管仲的治世方略、西汉刘向的《管子》、西汉桓宽的《盐铁论》和司马迁的《货殖列传》等典籍里有非常精辟的阐述，其核心思想在当今社会还在广泛地应用。如《史记》之《管仲列传》里说道，“管仲既用，任政于齐，齐桓公以霸，九合诸侯，一匡天下，管仲之谋也”，这些思想在历史上被社会实践证明是非常有效的。

仔细比较后会发现：中国古代先贤治理社会和发展经济的思想在本质上与西方经济学的基本原理是相通的，就像黑格尔的辩证法与中国的易经思想是相通的一样。所以，中国经济学者不必唯西方经济学理论马首是瞻，中国一定会产生最适合于中国本土的经济学思想和理论。

大道至简，投资大师和经济学大师擅于把复杂的问题简单化，平庸的人却往往把简单的问题搞得复杂化——这也是中国经济学界不自信的表象之一。比如如今的经济学论文，本来阐述的是妇孺皆知的基本道理，但是却非要用微积分和概率统计模型作为工具来“点缀”才显得高深莫测，玄之又玄。其实，数学本质上是用符号所阐述的逻辑思维方法，是为了简化思维来使用的，但现在却本末倒置，人为增加了经济学研究的门槛，使得经济学成为小众群

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



体“垄断”的学问。

如今，一篇经济学论文，数学模型越复杂越容易被学术期刊采稿，很多学术期刊也喜欢拿数学模型来装点门面，附庸风雅。放眼望去，所谓的经济学“核心期刊”数学模型满天飞。其实，从亚当·斯密到马克思，哪一个经典理论是用数学方法来发现和阐述的呢？就连爱因斯坦最著名的公式 $E=mc^2$，也仅仅是小学数学就可以学到的算法而已。

经济学本质上是一种哲学思维，不能为了方法而方法，为了数学而数学。在经济学研究中，最好的方法并不是最复杂、难度最高的方法，而应该是最适合阐述和发现问题的方法。



“不干预主义”与“产能过剩”

经济的增长，即 GDP 的增长是不是要加强宏观经济的治理，需要政府三令五申，干预越多，调控越多就越好呢？凯恩斯主义强调政府的重要性，主张采用扩张性的经济政策，鼓励政府强化财政收入和税收，通过政府之手去分配财富，去扶持甚至去直接投资相关产业。这种想法初衷是好的，但是事实证明，干预越少，经济活力越强；除非是经济在短时间内出现急剧恶化，需要暂时动用行政力量，采取“输血”或者“人工呼吸”等极端办法来挽救经济颓势，其余大多数时间里政府应该放手让经济体实现内生自发性增长。

历史上，黄老思想是中国最早的市场经济思想的滥觞。黄老思想的核心表现在“无为而治”“与民休息”。例如周文王曾嘱咐太子发：山林草木生长之时，不要去砍伐；川泽鱼鳖生长时，不要去捕捉。工匠以时做其器，农民以时耕其田，商贾以时通其货。还有，武王曾问政于周公，周公说，夏禹曾下禁令，“春三月，山林不登斧，以成草木之长；入夏三月，川泽不网罟，以成鱼鳖之长”，因此欲使人民归服，一定要让他们有利可得。

在中国历史上，黄老思想的兴盛经常带来经济文化上的繁荣。唐玄宗、宋徽宗、朱元璋、康熙等都曾注解过《道德经》。“文景之治”“贞观之治”“开元盛世”“康乾盛世”、两宋时期经济文化的高度繁荣、明末清初的启蒙思潮，以及今天改革开放的成就，都与黄老思想有密切关系。

比如说文景之治。汉初社会经济衰弱，文帝、景帝推崇黄老治术，采取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“轻徭薄赋”“与民休息”的政策。汉景帝刘启，母为窦皇后。窦皇后信仰黄老思想，景帝自小耳濡目染，在她的影响下，西汉政权继续施行刘邦时期定下的“以民生息”“无为而治”的精神，把汉王朝推上了强盛的高峰。

再如，中国历史上，北宋是中国封建社会发展的一个顶峰，在经济、科学、文化方面都取得了很大成就。北宋政府实行比较宽松的政策，宋太祖一开始就定下了规则：在政治上允许发表意见，说错了话不给予惩罚；在经济上主要实行“不干预主义”。

司马迁所著《史记》中的《货殖列传》说道：夫山西饶材、竹、谷、纑、旄、玉石；山东多鱼、盐、漆、丝、声色；江南出柟、梓、姜、桂、金、锡、连、丹沙、犀、玳瑁、珠玑、齿革；龙门、碣石北多马、牛、羊、旃裘、筋角；铜、铁则千里往往山出钉置：此其大较也。皆中国人民所喜好，谣俗被服饮食奉生送死之具也。故待农而食之，虞而出之，工而成之，商而通之。此宁有政教发征期会哉？人各任其能，竭其力，以得所欲。故物贱之征贵，贵之征贱，各劝其业，乐其事，若水之趋下，日夜无休时，不召而自来，不求而民出之。岂非道之所符，而自然之验邪？

翻译过来的白话文就是：太行山以西饶有木材、竹子、楮木、野麻、旄牛尾和玉石，太行山以东多出鱼、盐、漆、丝和音乐、女色，江南盛产楠木、梓木、生姜、木犀、金、锡、铅矿石、丹砂、犀牛角、玳瑁、珠玑、兽角、皮革，龙门山、碣石山以北广产马、牛、羊、毛毡、毛皮和兽筋、兽角，铜、铁则往往在千里山峦中布满，如同摆满棋子的棋盘一般。这还仅仅是物产分布的大概情况。这些物品都是中原人民所喜爱的，是百姓们衣着饮食与养生送死所必备的东西。所以，人们依赖农民耕种来供给他们食物，虞人开出木材来供给他们使用，工匠做成器皿来供他们的所需，商人输通这些财物供他们选购。这哪里是因为国家颁布了政令来要求才做到的呢？人们各自以自己的才能来行事，竭尽自己的力量，以此来满足自己的欲望。因此，物品价格低廉，商人就会把商品销售到可以贵卖的地方；物品价格昂贵，商人就会从价格低廉的地方运来销售。大家各自勤勉而致力于他们的本业，乐于从事自己的工作，如同水向低处流，日日夜夜而永无休止。大家不待召唤自己就赶来，物产不须征求而百姓们自己就生产出来。这难道不是合乎规律并且自然就是如此证明的吗？

由此可见，早在2000多年前西汉的司马迁就已经认识到了自由市场经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的重要性和必要性。事实上，在自由市场上，资源的流向和配置总是向取得更高回报的地方归集，经济不需要政府的过度干预就能有效运转。有时恰恰是由于政府的过度干预所造成的后果，又成为政府进一步干预的借口和理由。比如，就产能过剩来说，假如没有审批，哪来的产能过剩？有了产能过剩，反而成了干预的理由。

地方政府投资冲动是中国经济特有的现象。长期以来，地方政府将加快发展等同于加快经济增长，从而制定了不切实际的经济增长目标。地方政府官员非常清楚，要想完成经济增长目标，并体现一定执政“业绩”，就必须在扩大消费和增加投资上做文章。但扩大消费投入多，见效慢，费力不讨好，因此，政府主导投资扮演了重要角色。在这种体制下，地方政府热衷于“集中力量办大事”的大型投资项目，但是对于市场经济体制建设、社会保障制度建设、公共服务建设和收入分配体制改革等长远有利于提高居民消费和经济发展的的措施却缺乏积极性。在这种情况下，投资难免不会被过度化，于是经济结构出现一定程度“人为扭曲”，形成了所谓的“产能过剩”。

“产能过剩”所涉及行业几乎全是强周期行业，而且其产品规格是标准化的。在经济面向好时，开工率和产能利用率处于高位，甚至出现产能不足现象，如2004年中国曾出现的煤电油运全面紧张的现象。而一旦经济面向下，“产能过剩”的问题就会重新被提及起来。

其实，中国“产能过剩”更多体现的是一种周期性过剩而非结构性过剩。在一个正常的经济体中，适度的产能过剩是一种常态。中国经济发展的进程屡次证明，每次所谓“产能过剩”在当时看起来是那么严重，但不久就会被中国经济发展的“巨大胃口”所消化掉，所谓的“产能过剩”更多体现为一种短期的结构性过剩。

但是，有一种现象值得警惕和纠正：由于强周期工业产品是标准化的，标准一旦确立，往往会长期保持不变。一旦经济出现波动，企业只能采取低成本竞争策略，靠拼价格维持不死不活的生存状态。在地方政府的怂恿和支持下，企业非但没有“减肥瘦身”来熬过难关，反而打着所谓“规模效应”的幌子进一步上马扩建项目，在牺牲环境成本和劳工权益，获取廉价信贷资金、土地成本和财政补贴等“扶持”下，达到“大而不能倒”的目的。

比如，目前中国水泥产业整体产能大于市场需求，受限于“运输半径”因素，在全国范围内，产能不好调剂和消化。一方面，中央政府意识到这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题，正努力压缩新建水泥产能，但是地方政府最常见的抱怨就是“我们这里只有石灰石，要是不做水泥，那还有什么政绩?”地方政府关心的不是什么过剩不过剩，而是企业不能在这一任倒掉，否则便会影响仕途。另一方面，在计划经济模式的审批制下，现有产能无一不是审批后的结果，甚至出现赶在压缩政策出台前集中加速审批的现象。于是就出现了这样奇怪的现象：为防止钢铁、水泥、煤化工等行业出现“过剩”而“严格”审批，结果这些行业却出现了“过剩”；但是家电、服装、商场、酿酒、饮料等消费品行业没有审批，却发展得比较好——这种现象不能不令人深思，现在的确到了要转变调控理念和调控办法的时候了。

因此，如果中国真的存在“产能过剩”的话，其实是一种计划管理思维模式下的“过剩”，不是真正市场意义上的“过剩”。本质上是一种结构性的“过剩”，是落后产能的过剩，而对于满足市场需求的“民生”产能，其实还远远不够。

比如，就食品工业来看，“民以食为天”，中国是一个特别讲究吃的国家，但是食品工业的发展还不能满足市场的需求。对于广大工薪阶层，特别是大中城市的工薪阶层来说，每天结束忙碌的工作和漫长路途的奔波后，要花费大量时间和精力忙碌于买菜做饭这些家庭琐事，挤占了本应该属于工作、学习和享受生活的时间。

在美国，很多中产阶层的一顿饭其实就是靠一块速冻比萨和盒装果汁来解决的。发达的食品工业为美国家庭提供了琳琅满目的成品和半成品食品，让生活更加便捷，从而提高了整体社会效率。在上海主要面向外籍消费者的大中型食品超市，可以看到在食品类别、品种和便捷性方面，国外的食品大大领先于中国本土食品。在国外发达国家生活过的人，会深切体会到生活的便捷性并亲身感受到其服务业的发达程度。

其实，中国并不是生产不出来自己的速冻比萨和盒装果汁，但问题在于中国生产的这些产品价格总是那么高，而且那些生产问题食品的企业总是不能得到应有的惩罚，从而出现“劣币驱逐良币”的现象——如果行业管制越严，供应必定越稀缺，价格必定高高在上，而且越容易出现各种各样的问题，供应质量也不能保证。

另外还有洋奶粉事件。2013 年年初，为应对来自中国大陆的奶粉代购，中国香港地区颁布“限带令”。年中，发改委启动了对国内洋奶粉的垄断调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



查，矛头直指高高在上的洋奶粉价格。在奶粉领域，产能过剩不仅不存在，恰恰相反，实际上却是产能不足！不然消费者不会总盯着国外的产品。就算中国消费者因为三聚氰胺事件对国产奶粉不再信任，那么安全、先进的奶粉产能在中国是过剩的吗？奶粉本不是什么高科技产品，与其从全民税收中拿出巨额资金补贴所谓“高科技产业”和“新兴战略产业”，为什么就不能下气力搞好像奶业这样的民生产业，让中国的下一代吃上安全放心的食品呢？

在中国，类似食品工业这样的“民生”产能其实还远远不够，远远不能满足民众从“吃饱”到“吃好”的升级需求，以“民生”产能为标志的服务业存在巨大的发展空间。

了解西方经济学史的人会知道，西方经济学家很少将国家在某一阶段的发展定义为“产能过剩”，“产能过剩”属于计划经济的专有词汇。事实上，在一个自由市场经济体中，每一个细分行业都处于或多或少的产能过剩状态。就连茅台酒这样的稀缺资源，不是也有过短暂的滞销期吗？供给过剩总比供给短缺好得多。在西方国家，哪怕出现所谓“产能过剩”，也会通过经济危机等形式自发调整。事实上，谁也判断不出何时出现产能过剩，以及何种产业过剩，否则经济危机也就不会发生了。

其实，动辄几亿、几十亿元的资本投资，企业家难道没有好好研究过行业的总体供需水平吗？企业家在制定生产决策时，对信息的处理能力和承担的责任压力难道会低于拿着滞后经济数据、纸上谈兵的人吗？在市场经济大多数时间里，大多数产品基本上都是供过于求的，这种局面可以保证最有效率、最有竞争力、最有成本优势的企业脱颖而出。某个项目该不该建，某种产品是过剩还是短缺，就像股票市场里某只股票是高估了还是低估了，是该涨还是该跌一样，其最终结果只能由市场中的各个主体进行充分博弈和竞争后决定。

因此，与其试图对经济进行人为定性和定量的判断，不如建立一个良好的市场经济运行机制和环境，解除相关管制，给包括民营资本在内的各路资本平等的参与机会。还原资本，特别是国有资本追求投资回报的原始本性，让国有企业真正成为市场经济中自由的、理性的、非行政指导下的决策主体，让其完全按照市场规则进行经营决策和投资决策。

在世界范围内，中国人均收入排名在100位左右。中国有数以亿计的人有购房、购车的需求，中国还有大量吃不饱、穿不暖的贫困人口。目前，中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国城市居民非常关注食品安全问题，但是在中国广大农村贫困地区的贫困人口关心的却是能否吃上以及可以吃到什么食品的问题。对于中国这样一个发展中大国而言，其潜在内需要多大就有多大，需要匹配的产能其实还远远不够。

其实，中国虽然被称为“世界工厂”，但是人均资本存量与发达国家相比还有很大差距。比如，中国汽车人均存量是美国的1/20，日本的1/15；商用飞机人均存量是美国的1/25；挖掘机人均量是美国的1/2，日本的1/6；推土机人均量是美国的1/10，日本的1/2；高速公路人均量是美国的1/6，德国的1/3。

要想让自己家的孩子多吃上鸡蛋，就得多养母鸡。资本存量是创造社会财富、丰富生活消费品和服务品的“母鸡”，“母鸡”多了，“鸡蛋”才会多，消费才会旺盛起来，生活水平和质量才会真正提高，这是再简单不过的道理。中国人均资本存量呈现不足，发展空间巨大。

总之，产能过剩是个伪命题。好比“剩女剩男”现象，实际上中国男性数量远大于女性，为什么在某些城市“剩女”现象比“剩男”现象更为严重呢？——过剩是因为理念和配置出了问题。就像2013年6月底中国金融业发生的“钱荒”现象一样，钱在中国并不缺，甚至是过剩的，但是因为资金的配置出现问题，因而出现了所谓的“钱荒”。

所以，在中国，所谓的产能过剩只是一种短期的、暂时性的过剩，是一种严重的结构性过剩，是一种服务对象定位错误的制度性过剩。如果取消了审批制度，自然就没有了产能过剩的概念。



是GDP拉动就业，还是就业拉动GDP?

根据中国目前人口年龄分布和受教育情况现状，每年大约新增1000万就业人口，相应需要新增1000万就业岗位与之匹配。根据历史经验数据，中国GDP每增加一个百分点，对应于新增100～150万就业岗位。宏观经济政策的主要目标有四个：经济增长、充分就业、物价稳定、国际收支平衡，宏观经济学就是主要是围绕这四大课题来展开研究的，那么，GDP和就业之间是一种什么样的关系呢？两者是如何互相作用和互相影响的呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



GDP 在时态上是“完成时”，是一个事后的统计数据。通俗地讲，就是在全体国民通过就业取得产出，并力求达到经济增长，在扣除物价上升的影响后，以一年为期限，将这些产出通过约定俗成的办法进行统计所折合的货币量。因此，GDP 在本质上是财富生产的结果，是一个核算的统计数据，有点类似于企业每年年底所核算的会计报表。如果说 GDP 拉动了就业，无异于是说会计报表拉动了企业产出，这起码在逻辑上是不成立的。类似的说法是经济增长拉动就业，或者经济增长促进就业增加等，也同样在逻辑上不成立。移动才会有位移，但是如果说位移拉动了物体的移动，这种说法显然是不被认可的。

劳动创造财富，人与动物的本质区别在于劳动，人是财富生产的主体。如果没有人的劳动，即使有些物品可以满足人的需求，具备使用效用，但是也不能计入 GDP，比如阳光、空气、土壤等。深埋在地下的石油、煤炭和矿石，长在树梢的野生果实，游弋在江河湖泊和海洋的野生鱼类，如果没有人去开采、去采摘、去捕捞，也就不能计入 GDP。

就业才会有劳动，劳动才会创造财富，其结果便体现为 GDP 的增加。新增就业提升了 GDP 表明新的生产能力大于原有生产能力，易言之，如果能用更少的人去生产更多的财富，即每个人比以往创造了更多的财富，哪怕就业人口减少了，GDP 照样可以增加，经济依旧可以增长。做到这一点，要以生产效率的提高为前提，而生产效率的决定因素并不是机器设备的多寡，而是科技和制度；科技和制度则取决于研发实力和人文理念，并最终取决于一个国家的教育水平。所以说，教育是立国之本、强国之基、民族之魂。

但是，教育却面临着尴尬的局面。俗话说，十年树木百年树人，做教育投入大，见效慢，前人栽树后人乘凉，做教育看起来是件吃力不讨好的事情。教育服务本来就属于社会公共品，像春雨“润物细无声”一样默默体现着社会的良性效用，不容易量化，也不容易考核，更不容易来充实政绩。因此，教育工作较难推进，很容易被忽视。

另外，我们一提到教育，一提到人才，就会联想到专业化、技术化、专业性大学等，对人才的定义也是着眼于是否掌握了某种技能，往往忽视了人的综合素质。爱因斯坦曾说：“青年人在离开学校时，是作为一个和谐的人，而不是作为一个专家。发展独立思考和独立判断的一般能力，应当始终放在首位，而不应当把获得专业知识放在首位。”“用专业知识教育人是不够的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过专业教育，他可以成为一种有用的机器，但是不能成为一个和谐发展的人。要使学生对价值有所理解并且能够产生热烈的感情，那是最基本的。他必须获得对美和道德上的鲜明的辨别力。否则，他——连同他的专业知识——就更像一只受过很好训练的狗，而不像一个和谐发展的人。”“想象力比知识更重要，因为知识是有限的，而想象力概括着世界上的一切，推动着进步，并且是知识进化的源泉。严格来说，想象力是科学研究中的实在因素。”他还特别强调“人文学科”，认为依据直接用途过早地把知识专门化，将“扼杀包括专业知识在内的一切文化生活所依存的那种精神”。——如果本身不是“人文学科”的受益者，爱因斯坦能这样大力推崇“人文学科”的重要性吗？科技难道是一群可以与硬盘存量和精确度媲美的冰冷大脑，关在实验室里像流水线一样工作的工业化产物吗？

事实上，充分就业刺激经济增长是一个伪命题。就业仅仅是实现经济增长的形式，把形式作为目标和结果，为了充分就业而去强行“创设”就业机会，这是一种本末倒置的行为。如果有高的生产效率，而且生产效率的提高速度超过就业人口的减少速度；以前 10 个人干的活，现在只要 6 个人，甚至 3 个人、2 个人就可以完成，何必费力去为了“经济增长”而“充分就业”呢？

充分就业刺激经济增长是建立在生产效率永远不变的前提下，但是事实上，这一假设根本就不存在。以蒸汽机为标志的工业革命和以互联网为代表的信息革命突飞猛进狂飙前行，不可思议地提升了人类的生产效率。美国福特汽车公司创始人福特在 1913 年创立了第一条汽车装配流水线，使汽车装配速度迅速提高了几百倍；100 年前，美国农业人口约占美国总人口的一半，但是现在这一比例仅为约 2%。人类的生产效率，不论是在工业领域，还是在农业领域，都在快速地提升。如果这一假设成立，人类生产效率不变甚至下降，那么人类社会发展就会停滞不前甚至倒退，我们会逐步由现代社会向封建社会过渡，再逐步过渡到奴隶社会乃至于原始社会，过着茹毛饮血的生活，这显然是非常荒唐的。

经济学应该着力于研究以更少的人力实现更多的经济发展，而不是驱使更多的人，更拼命地去“充分就业”、去辛苦劳作以换取所谓的经济增长。经济发展应着眼于效率，如果企业生产效率低于社会平均水平，就是拖了社会发展的后腿，甚至是一种浪费，因为资源总是稀缺的，这部分资源本来可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



用于其他领域提供更多的产出，以创造更多的财富。据说美国大萧条时期，在凯恩斯主义思潮下，政府雇佣大批劳力去挖地沟，然后再埋上，做重复劳动以便用财政赤字资金增加国民收入，这肯定是以讹传讹的谬例。像这样的劳动纯粹是做无用功，生产效率为零，是赤裸裸的浪费，是政府印钞票向浪费行为买单；这样的重复劳动没有产出，没有 GDP 的增加，更谈不上刺激经济增长。

同样，在目前的中国，有许多项目，包括一大批形象工程，虽然创造了就业机会，转移了靠财政赤字印出来的资金，但是工程本身效益低下，长期亏损，有的甚至是长时间闲置，成了摆设。这种“创设”出来的 GDP 其实是对存量资源的浪费，微观来讲就是浪费了大量的钢筋、水泥、土地等资源，而这些宝贵的资源本来应该用于棚户区的改造等民生项目；宏观来讲，严重影响了资源配置优化市场机制，是对市场经济的破坏。

因此，不必为了单纯追求 GDP 的增长而去创设 GDP，从而制造出一大批效益低下甚至毫无效益的荒废的产出；也不必为了充分就业而去人为制造低效的工作机会和工作岗位，以至于出现干活的人越来越多，但是居民生活质量停滞不前、民生水平很难提高、经济效益和质量也难以改善的局面。

人虽然带有社会属性，但是人不是社会生产的工具，人存在的目的不是为了 GDP 和经济增长而疲于奔命，恰恰相反，人本身才是社会生产的目的。在人类社会从低级向高级演进过程中，社会越发展，人应该越可以从工作和劳作中解放出来。在整个社会化大生产中，从事低级物质财富生产的比重会越来越少，从事高级精神财富生产的比重会越来越多。而且，随着生产效率的不断提高，就像汽车、火车解放了人的双腿，机器设备解放了人的双手一样，更多的人会从传统的劳作中解放出来，去从事更高级、更有意义、更愉悦身心的精神财富的产出活动，人类文明也会因此而越来越发达。

同时，社会的发展也不会因生产效率的提高而产生大量“闲人”。人是财富的创造主体，“闲人”充斥的社会必是停滞不前甚至出现倒退，这与社会的普遍发展规律相悖。社会越发展，“闲人”必会越来越少，而从事文学、艺术、历史、哲学、教育、科研、理论研究等精神产品活动的群体会越来越多。而且，这批人并不是为了养家糊口而谋得一个饭碗，而是出于兴趣、爱好、特长，是完全自愿的行为。即使是从事简单物质财富生产的人群，也会有更多的假期、更多的闲暇、更弹性的工作时间、更舒适的工作环境和氛围。目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前，某些发达国家已经呈现出这种社会演变的趋势，其国民生活质量水平也已经达到了一个相对较高的高度。

总之，我们一方面要激发市场活力，让更多的人有更多的机会去工作、去创业、去创造财富；另一方面，更要加强教育和制度建设，使科技水平不断提高，创新踊跃而出，稀缺资源得到更优化的配置。只有这样，才能更快地提高生产效率，从而提高经济增长的质量和效益。GDP 拉动就业的说法，显然是不成立的；就业拉动 GDP 的说法，也是不严谨的。——没有新开企业，没有投资，哪来的就业机会？就业也好，投资也好，都不过是实现经济发展的媒介或途径，生产效率才是问题的关键。在提高生产效率上面做文章，才是抓住了问题的根本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十八章
消 费 率



被误读的投资和消费

有观点认为中国投资过度，消费不足；反映在数据上就是投资率畸高，消费率畸低。其实，中国本土市场是一个非常庞大的市场，大量潜在需求有待释放，市场潜力无穷。要搞清中国消费真实状况，首先要搞清中国消费率的真实状况。

消费率是指一个国家或地区在一年中的最终消费占当年 GDP 的比率。消费率反映了一个国家的产出用于最终消费的比重，是衡量国民经济结构状况的重要指标。最终消费包括居民消费和政府消费，其中居民消费又由城镇居民消费和农村居民消费组成。媒体经常提及的是居民消费率，目前居民消费率很低，只有约35%；政府消费率10多年来变化不大，基本上维持在10%～15%左右的水平。

在消费率的计算上，有统计方法用社会消费品零售总额代替最终消费额，这可能错估消费率。社会消费品零售总额与最终消费概念不同，计算口径也不同。比如很多服务性消费、自产自用消费和其他诸如教育消费、医疗消费、文化娱乐消费等虚拟消费都不包括在社会消费品零售总额中，社会消费品零售总额不能全面反映生产活动最终成果中用于最终消费的总量。另外，社会消费品零售总额包括销售给城乡居民建房用的建筑材料，而这部分销售不属于消费范畴之内。因此，社会消费品零售总额和最终消费是两个不同的概念，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在计算消费率时不能用社会消费品零售总额代替最终消费额。

在国内生产总值一定且净出口保持基本稳定的情况下，资本形成总额和最终消费额是此消彼长的。国家经济资源中用于投资的部分多了，投资率就会提升，消费率就相对下降。

一般来说，投资是扩大再生产、提高生产能力和生产效率的重要手段。新增投资产能效率只有高于整体社会平均效率，才有可能获利并生存下去，才可以增加劳动者收入，从而带动消费的增长。无效率、低效率的投资会被市场淘汰。所谓的产能过剩是指低效产能的过剩，产生的原因在于非市场化投资决策，并不是投资本身有问题。不同的是，企业低效产能由企业买单，政府主导的低效投资转嫁为全民买单，因此对政府投资项目设置严格的监管和评价机制是非常重要的。

按照经济规律，在经济发展的不同阶段，投资率和消费率会呈现出不同的比例关系，这是市场经济自身选择的结果。发展中国家在经济较快增长的阶段，第二产业增加值上升较快，对于资本密集型工业来说，投资强度远大于第一产业和第三产业，必然导致投资率上升和消费率下降。表面看起来，经济结构一边是投资热，一边是消费冷，冷热不均，可以称之为“煎焦了的冻鱼”。但是，俗话说，“先胖不叫胖，后胖压塌炕”，对于发展中国家来说，投资热是必需的，有利于增加积累并提升产出水平，是为以后的消费热打基础。

当经济发展到一定水平后，第三产业增加值在国民经济中的比重增加并超过第二产业，工业化初步完成。这时投资率逐步下降，消费率逐步提升，投资率和消费率拐点向另一个方向偏离，整体经济结构显得更为协调，资源配置效率优化程度也随之提高。

投资与消费的关系，好比青春期少年肌肉和脂肪的关系：在身体发育的不同阶段，肌肉和脂肪的比例随时在变化，并会自然趋于协调。父母常担心青春期的孩子只长个、不长肉而显得太瘦弱，其实这是多虑了，以后会发现，孩子到了长肉的时候却不怎么长个了。

从未来经济结构变化趋势来看，中国东部沿海部分发达地区诸如北上广、杭州、深圳等地区已经进入了消费率超越投资率的发展阶段；广大中西部地区还处于经济积累阶段，消费率超越投资率须假以时日。换句话说，中国东部沿海地区已经是18岁初长成的小伙子，虽不是彪形大汉，但身材矫健，已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



具男子汉雏形；中国中西部地区是十五六岁的少年，形体纤瘦，但是蕴藏着勃勃生机。



真实消费率的误差调整

中国最终消费率在1981年达到67.1%的历史高点，80年代最终消费率在65%左右波动。消费理论表明，低收入人群往往具有较高的消费倾向。80年代，中国家庭有许多子女需要抚养，工资发下来基本上全部花掉，居民几乎没有存款，社会财富剩余很少，难以筹到足够的资金来扩大再生产。

进入21世纪后，中国最终消费率持续走低，从2000年的62.3%下降到2010年的47.4%，期间2008年发生国际金融危机，最终消费率下降到约48.4%，居民消费率下降到约35.1%；2009年消费率为48.2%，居民消费率为35.0%；2010年居民消费率为33.8%。

1990年到2010年的20年间，中国GDP年均增长率达到10.5%，与此同时，消费的增长达到了8.6%（剔除通胀因素后）——消费增长速度低于GDP的增长速度，消费率呈现下降趋势。

亚洲新兴经济国家和地区在高出口、高顺差、高外汇储备的经济发展阶段消费率也不高。如日本1980年消费率约为55%，韩国1990年的消费率约为52%，马来西亚1990年消费率约为52%，泰国1990年消费率约为57%，我国台湾地区1980年消费率约为52%。

目前，从全球范围来看，消费占GDP的比重均值为70%~80%。美国和欧盟的消费率较高，均超过了80%。

总体上来讲，在不远的未来中国将进入消费全面赶超投资的时代，或许这个拐点已经出现，我们还全然未知，就像股市拐点998点和6142点到来时我们全然不知一样。

中国消费率的真实状况与以下两点因素有关。

第一是住宅消费调整因素。在中国，居住消费由租金、房屋维修保养及水电煤气等支出构成。统计部门把购房支出归入投资项，而不是消费项进行统计。在计算虚拟租金时统计局基本上采取房产原始成本来计量，真实数据被大大低估。比如，由此计算得出2009年居住消费占GDP比重仅为6%，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际比重有可能达到约10%，即统计数据可能比实际情况低估约4%。

其实，居民购房主要用于自用消费，即使供别人租用，这部分也没有成为资本形成进入生产领域。在美国，CPI中居住因素所占权重超过40%，其中租金比重约为32%，购房比重约为11%。不论是自用消费型购房，还是投资型购房，房产在统计中被列为消费品而不是投资品。

中国CPI中居住因素所占权重以前约为13%，最新调整的权重约为17%，与美国相去甚远。考虑到中国家庭房产支出在家庭总收入的比例大大高于美国，这个权重比例似乎太小了，与居民对物价涨幅的实际感受有很大差距。况且，与美国CPI不同，中国CPI将房租价格纳入统计，购房因素不纳入，房产在统计中被列为投资品而不是消费品。因此CPI在一定程度上也被低估了。

原因在于：中国CPI统计中居住项权重里，建房以及装修材料项约占27%，跟房价是无关；房租项（租客支付的实际租金）只约占11%；自有住房项（房产所有者自住的虚拟租金）约占22%；水电燃料项约占41%。租客支付的实际租金在CPI里的权重只有不到2%。所以，不管是房价的上涨，还是房租的上涨，都难以在CPI中体现。从一个家庭的实际居住支出来看，尤其对于租房和买房按揭的年轻家庭来说，房产方面的支出是一笔非常大的开销。因此，居民对发布的CPI产生质疑和不信任感在所难免。

2012年全国住宅销售面积约为9.85亿平方米，销售金额约为5.35万亿元，全年国内生产总值约为52万亿元，商品房销售占国内生产总值约为10.3%。如果将房产列入投资品，投资率约上升10.3%，消费率约下降10.3%；列入消费品，消费率约上升10.3%，投资率约下降10.3%。不同的统计口径会得出不同的数据。

第二是净出口调整因素。消费率是消费在GDP中的占比，但是近10多年来，扣除掉CPI因素后的全社会消费品零售总额的增长率在大多数年份超过GDP真实增长率。初看起来，分子增长的幅度超过了分母增长的幅度，为什么消费率不升反降呢？

由于GDP＝投资＋消费＋净出口，加入世贸以后中国贸易顺差大幅上升，净出口在GDP中的权重加大，拉大了消费率的计算基数，从而使得消费率的增长赶不上GDP的增长。

以2005—2012年数据进行粗略估算：2005年年底外汇储备余额为8189

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



亿美元，2012 年年底外汇储备余额为 3.31 万亿美元，考虑期间汇率波动调整因素，同期外汇储备增加量折合人民币约为 18 万亿元。其中 FDI 约为 1.3 万亿美元，折合人民币约为 9.5 万亿元，因此同期累计净出口额大致匡算约为 8.5 万亿人民币。2005 年中国国内生产总值约为 18 万亿元，2012 年国内生产总值约为 52 万亿元，同期 GDP 累计数约为 300 万亿元。因此，该期间累计净出口额在同期累计 GDP 中的占比约为 3%。

所以，大致估算，考虑净出口致使基数增加的因素，真实消费率在 2005—2012年约有 3% 的调整因素需要考虑。而且年份越早，净出口额在 GDP 中的权重越大，因此，时间越早，调整因素越大。

不同的国家，有的是贸易顺差，有的是贸易逆差，计算消费率时如果把净出口因素考虑进去，在某种角度可以更客观地衡量投资与消费的配比关系和产能利用率状况。

总而言之，以上两个因素合计，真实消费率存在至少 10% 以上的调整因素。



关于中国消费的几点解读

可以从以下几个方面更好地理解中国消费概念。

其一，深化市场可以更好释放消费潜力。中国工商业税负在国际上基本处于中上水平，但是与别国不同的是，中国很多重要基础行业已经成为垄断行业，百姓的实际负担远大于现有税负水平。

比如说金融产品的定价被垄断，土地价格被垄断，汽油价格被垄断，烟草价格被垄断，交通（铁路）价格被垄断，农产品价格和大宗商品价格被垄断或控制。三大生产要素自然（土地）资源、资本资源和劳动（人力）资源中，目前只有对人力资源要素的管制放开得大一些，劳动者毕竟有选择工作的自由（但是户籍管理使人才资源的流动受限很大），其他生产要素基本还处于管制状态，市场化程度远远不够。因此，从这个角度来讲，中国在多大程度上实施了市场经济体制，是一个值得探讨的问题。

在一个市场化不够深入的经济体下，居民消费往往要支付比完全竞争状态下高得多的价格。即使有的垄断企业已经上市，但其绝对多数股权仍由政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府持有，居民难以享受到因垄断而带来的资本收益。

其二，消费促进经济增长是伪命题。消费促进经济增长和经济增长三驾马车的说法一样，都是伪问题。投资、出口、消费下滑了，所以经济不好了——这种推论就好像说茶杯 1、茶杯 2、茶杯 3 的水少了，所以茶壶的水少了一样，逻辑颠倒。

从经济学意义上来讲，消费只是对财富生产结果的使用。消费是财富的消耗过程，并不是财富产生的来源。财富来源于生产和创造，不可能来源于消费。长期来看，经济增长依赖于生产能力的扩张，并取决于物质资本和人力资本的积累以及技术进步的速度。

也就是说，投资才是经济持续增长的引擎，准确地说，是投资作为媒介，和科技的发展、教育的普及以及制度的完善等因素结合在一起，促进了经济的发展。

因此，所谓刺激消费，并不是鼓励大家超前消费、举债消费和盲目消费，刺激消费的着眼点应是解决没有消费能力的人的消费问题，这涉及国民财富的分配问题和缩小贫富差距问题，要依靠制度和体制创新来解决。消费无须“刺激”，消费需要的是“释放”，“刺激消费”说法应换成“释放消费”。

其三，多存钱比多花钱更有利于经济发展。多存钱可以提高储蓄率，从而为投资提供源源不断的资金来源。多存钱是为了将来更好、更多的消费；就像少吃一些鸡蛋用来孵小鸡来下蛋，可以在将来吃更多的鸡蛋一样。

其实，多存钱从来就是一种美德。创业成功的人士最初总是从储蓄和投资开始的，家庭的富裕往往是节俭的回报。花钱不会使人富有，生产和投资才是财富的来源。60% 的 NBA 球员在退役后的 5 年内即宣告破产，主要就是因为花钱太没有节制。大笔大笔乱花钱的人不但把自己推向贫穷的边缘，而且被世人唾弃。

富人更节俭。据统计美国千万富翁的最新座驾平均价格也不过 4.2 万美元左右，低于很多美国家庭的座驾价格。世界上最富有的人并不是最会花钱的人，比如巴菲特一套老房子居住了几十年，沃尔玛创始人山姆·沃尔顿的节俭也是人所共知，宜家创始人英瓦尔·坎普拉德的沃尔沃自驾车开了 15 年，还有中国首富李嘉诚、台塑的王永庆、娃哈哈的宗庆后、东方希望的刘永行，生活都非常简单节俭。

《货殖列传》中写道，“夫纤啬筋力，治生之正道也，而富者必用奇胜”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



意思是：精打细算、勤劳节俭，是发财致富的正路，想要致富的人还必须出奇制胜。富豪之所以成为富豪，秘诀也很简单，那就是绝不花一分钱去买自己认为没有必要的东西——包括投资！

其四，中国基本不存在消费不足现象，中国消费非常旺盛，甚至进入了误区。中国不仅是“世界工厂”，更是一个大消费市场。在大额耐用消费品领域，中国产量和消费量在世界领先。比如，中国手机产量共约 11 亿部，约占世界总产量的 60% 以上；中国汽车产量约 1900 多万辆，已经超过美国，约占世界总产量的 25%；计算机产量约 7 亿部，约占世界总产量的 70%；彩电产量约 1 亿部，约占世界总产量的 50%；冰箱约占世界总产量 65%；空调约占世界总产量 80%。如果没有强大的工业品产能做后盾，中国不可能形成如此巨大的消费品产能。同时，这些消费品产能基本上都被国内市场消化掉了。

一系列的数字和现象在佐证以上观点：比如，几年的时间，中国汽车消费量就从百万辆量级上升到千万辆量级；2012 年通用汽车全球销量的 31%、大众汽车全球销量的 27% 是在中国实现的；房地产领域更是如此，万科营业收入 2005 年突破百亿元，2012 年突破千亿元，7 年增加了 10 倍。预计到 2020 年中国市场消费总支出会超过美国。

中国消费在总量上增加很多，但是在结构上不尽合理，似乎进入了误区，消费者关注的不是产品本身的效用和性价比，而是别人的看法。比如说，目前，作为世界最大的发展中国家，中国成了世界第二奢侈品消费大国，预计到 2015 年中国在全球奢侈品中的消费份额会超过 1/3。

当然，客观地讲，如果要求大家都像孔子最得意的弟子颜回那样“一箪食，一瓢饮，在陋巷，人不堪其忧，回也不改其乐。贤哉，回也”，也不现实。那么，如果形成一种社会风气，使大家不再一味追求物欲满足，把多余的钱用来投资，在为社会创造更多财富的同时，也可以使自己的资金增值，这难道不是一件好事情吗？——当社会风气好了，节俭之风被提倡并被大家自觉践行的时候，经济增长就是一件自然而然、水到渠成的事情，经济结构的调整和优化也会自发完成。

盯着经济搞经济，有很大的局限性，容易进入误区。经济的背后是文化和理念，“其身正，不令而行；其身不正，虽令不从”，文化和理念“正”了，经济自然就顺利而“行”。

其五，投资和消费互相促进。投资与消费是一枚硬币的两面，互相依存，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

互相促进，像一对夫妻一样谁也离不开谁；又像鸡和蛋一样互相孕育，投资中有消费，消费中有投资。比如说，购买书籍既是一种消费行为，也是一种投资行为，属于智力投资的范畴，消费者获得了新知识和新技能，可以提高劳动效率和劳动产出。再如，购买房产就兼具投资和消费两种功能。

成功的投资有利于消费，原因在于以下五个方面。

第一，成功的投资有助于产业升级和技术创新，以生产出性价比更高、更好满足市场需求的产品和服务；对于消费者来说，物美价廉意味着实际购买力的上升，以及收入相对增加，从而有利于消费。

第二，投资资金转化为项目建设支出，其中雇佣劳动者的支出有助于增加社会劳动报酬收入，并且贡献税收，增加政府转移支付能力，在投资乘数的作用下提升国民收入，从而扩张包括消费需求在内的社会总需求。

第三，就证券投资来说，成功的投资其结果必定在过高和过低两个方向上修正资本市场估值水平，有助于实现证券市场的价格发现功能，提升资本配置效率和财富创造效率，进而提升国民收入。

第四，就风险投资来说，成功的投资催生出创新产品并随之带来新的消费需求，从而创造一个新的消费市场，新的市场会释放出更大的消费需求。如数码相机对胶卷相机的替代，智能手机对传统手机的替代，等等。

第五，储蓄是居民总收入中消费后的剩余部分，如果能将储蓄转化为成功的投资并使本金增值，可使消费者具有更高的消费能力，并提供持续不断的消费动力。

总而言之，对中国消费的解读要从多角度进行。消费并不是经济增长的动力，恰恰相反，经济增长才是消费的保证。对于经济增长，不但要关注增长的数量，更要关注增长的质量。一个经济体累积的盈利水平是衡量财富积累速度的关键。

从国内和国外现状来看，现有的关于经济增长理论的研究大多都是关注经济增长的源泉和动力，着重研究经济增长的数量水平和规模，缺乏对经济增长质量和效益的研究。

发展中国家在经济发展的初期一般都过分追求经济增长的数量，忽视了对经济增长质量的关注，导致高速度和低质量并存的状态，水平相近的经济增长率却带来截然不同的福利结果。过去的经济政策往往偏重于考虑增加实物资本的投资规模，但对人力资本和社会资本，以及对自然资源和环境资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的投资关注不够，导致经济结构出现不同程度的失衡。

十几年前中国就提出了要转变经济增长方式的观念，中央文件明确要求转变经济发展方式，并指出，“要着力把握发展规律、创新发展理念、转变发展方式、破解发展难题，提高发展质量和效益，实现国民经济又好又快发展”。从“又快又好”到“又好又快”，体现了中国经济发展思路的变化，意味着中国经济发展将更加注重体现科学发展观的内在要求，更加重视发展的质量和效益。“又好又快”要求不能单纯追求经济增长数量，而忽视增长质量、效益、结构和发展的可持续性，以至于给经济的大起大落留下隐患。国民经济“又好又快”发展，实质是要把经济增长的数量和质量相结合，更加重视经济增长的质量，实现由数量型经济增长向质量型经济增长的转变。

当下仍是中国发展的黄金时期，虽然阻碍经济发展的因素还很多，经济的增长出现了一定程度的减速，但是中国经济结构和经济效率还有很大的提升空间，资本要素、劳动要素、资源要素等生产要素的交易和配置在很大程度上还受到约束和管制，解除这些约束和管制的过程，就是经济源源不断进行内生性增长的过程。中国人均收入还很低，通过提高劳动者劳动效率来提升国民收入的空间还很大。中国目前所处的阶段和50年前的美国、30年前的日本很相似，经济增长的潜力还很大，经济的高速发展还可以维持一段比较长的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十九章 城镇化率

改革开放30多年来，中国的城镇化率从约18%提高到约52%（包括半年及以上常住人口，单算户籍人口城镇化率不到35%），每年有1000多万左右的农村居民转变为城镇居民；单在2008—2012年5年内就转移了约8500万农村人口，城镇化速度是发展中国家中最快的。

伴随城镇化过程，中国西部地区表现出较快的发展速度。西部大开发战略实施10年来，西部地区生产总值年均增长达到12%，高出全国同期平均水平约2个百分点。据估计，中国城镇化率有望在2020年升至60%左右，与美国1950年前后的水平相当。

在世界范围内，中国城镇化是21世纪具有深远影响意义的重大事件。中国城镇化进程和两大要素紧密关联——一个是“土地”，另一个是“猪”。解读这两大要素可以帮助更好地理解中国城镇化，进而更好地理解中国经济的真实状况。下面分别进行分析和阐述。



城镇化和“猪”的关系

“猪”在中国城镇化进程乃至中国经济发展中扮演了举足轻重的角色，具体表现在以下几个方面。

首先，猪肉消费在中国存在巨大需求，很大程度上影响着居民生活质量。随着经济的发展和收入的增加，中国家庭的饮食结构发生了很大改变，许多家庭肉类支出的比例已经超过了主粮，致使饲料粮需求猛增。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国是世界猪肉生产和消费第一大国。中国对肉类的需求与其他国家不同，欧美国家主要消耗的是牛肉，中国主要消耗的是猪肉。目前，世界年猪肉总产量约为1亿吨，中国2011年猪肉总产量约为5053万吨，2012年约为5335万吨（全年肉类总产量约为8384万吨），在世界范围内约占据50%的份额，即世界上有一半的猪是被中国人消耗掉的。如果一天少吃一点猪肉，老百姓对生活质量下降的感受很敏感。

其次，猪饲料粮通过进口来解决，进口粮食相当于进口土地。改革开放30多年来，中国对猪肉消耗量增加了约5倍。一般来讲，1斤猪肉大约需要4~7斤饲料来转化（相比较而言，1斤鸡肉约需要2斤饲料，1斤牛肉约需要8斤饲料）。根据2012年生产状况，猪粮比价6:1是猪肉价的全国平均盈亏平衡点，一旦跌破这一指标，就意味着养殖方将出现亏损。大致估算，一头200斤的猪养殖成本约为1400~1500元。

1980年，中国粮食产量约为3.2亿吨，猪肉产量约为1134万吨。按当时约6斤粮食转换1斤猪肉计算，1980年养猪共消耗了约6800万吨粮食，约占全国粮食总产量的21%。

2012年，中国粮食总产量实现了连续9年丰收，约为5.9亿吨。猪肉总产量约为5335万吨，按照约3~6斤粮食转换1斤猪肉计算，2012年养猪消耗的粮食约占全国粮食总产量的30%以上。

换一种说法，如果中国用自产的粮食来养猪，并且不进口猪肉，按照全国18亿亩耕地计算，那么仅猪饲料一项就要消耗相当于约6亿多亩的土地产出。

中国耕地有限，百姓要吃粮，猪也要消耗饲料，于是就出现了猪和人争抢粮食，其实本质上是猪和人争抢土地的现象。这就涉及中国农业产出自给率的问题。

目前，中国在其他主食方面还保持较高自给率。大米、面粉等主粮仍保持着95%以上的自给率，整体粮食自给率约为90%以上。2011年，中国粮食产量约为5.7亿吨，人均粮食年占有量约为424公斤，当年净进口粮食约为6400万吨；2012年粮食进口数量创历史新高，谷物进口由2011年的550万吨增加至1400万吨，其中玉米约为520万吨；如果把大豆进口算在内，进口粮食量突破7000万吨。

在乳业领域，2012年，中国奶牛存栏约为1500万头，奶类产量约为4000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万吨，约占世界总产量的5%。中国2011年进口奶粉约为45万吨，2012年进口奶粉约为56万吨，2013年上半年进口约为45万吨，预计2013年全年进口约为100万吨。按照8斤奶出1斤粉的比例估算，2012年相当于进口了448万吨液态奶。另外，很多中国乳制品企业还从海外进口大奶包，将进口鲜奶做成配方奶粉。因此，粗略估计，中国奶制品自给率略小于90%。

中国自产大豆产量约为1300万～1400万吨，但是2012年中国进口了约5838万吨大豆，约占全球大豆贸易量9000万吨的65%。进口金额约为350亿美元，对外依存度超过了80%，大豆自给率已降至不到20%。

中国进口大豆主要来自于美国、巴西和阿根廷，大部分是转基因大豆。进口大豆主要有两个用途，一是用于食用油，目前市面所售绝大部分大豆油，以及调和油中的部分成分都是转基因豆油；二是用于饲料，榨油之后的豆粕和饼粕是养殖业饲料最重要的植物蛋白来源。

以往中国传统的养猪办法是用猪草喂猪，鱼粉是包括猪在内的家禽主要蛋白添加原料。转基因产品推广者的高明之处，在于将一整套更有效利用饲料的方法带到中国，改善了养殖方法，提高了养殖效率，在更短的时间内出栏了更多的生猪，使中国养殖户获取更多获益。因此说，打开中国转基因市场的主要因素不仅是便宜的产品价格，还有一套成功的服务体系。

数据显示，中国大豆总消费量2011/2012年度约为7165万吨，其中，大豆食用消费量约为1100万吨。而中国自产大豆产量约为1280万吨，国家临时储备需要约300万吨，总体上看，中国对非转基因大豆食用消费量存在约100万吨左右的缺口。

仅大豆进口一项，以亩产约150～220公斤计，相当于利用了境外约3亿～4亿亩耕地。此外，中国每年还要进口植物油约600万～700万吨，棉花200万～300万吨。如果把全部进口的农产品折合成种植面积，相当于利用了约6亿～7亿亩境外土地。

总之，在居民肉食性需求增加，以及粮食用途多元化及其工业用粮增多等因素的影响下，虽然2012年中国粮食产量已经实现“九连增”，但是粮食需求缺口将长期存在。

其三，猪肉的供需局面已经发生逆转。以前，农村每家每户会自养1～2头猪，猪饲料就是家里的红薯藤、红薯、米糠、剩菜剩饭等食物，基本不会占用主粮消耗，不会和人争口粮，自养猪基本可以满足自家猪肉消耗需求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而现在，一方面随着城镇化率大幅提高，位于城市郊区的农村纷纷盖起了高层住宅楼，即“农民上楼”，农户无法养猪，猪肉自我供给有所减少。另一方面，大量农民进城务工，数据显示，2013 年农民工年人均粮食需求比农村居民约高 119 公斤，比城镇居民约高 51 公斤，农民转变成农民工，日均粮食消费约增加 20%。农民工从以前的猪肉自产者和供应者转变为猪肉消费者；从以谷物消费为主，转变为肉、蛋、奶等高蛋白食物的大量消耗者。比如以 2011 年的情况来看，对新鲜蔬菜的需求，城市居民比农民高出 28%，植物油高出 24%，肉类高出 51%，家禽高出 136%，禽蛋高出 87%，水产品要高出两倍。在这两个因素交替影响下，中国猪肉的供需局面发生逆转。

其四，可考虑采取以“草”代“粮”的替代办法。2012 年中国牛肉产量 662 万吨，羊肉产量 401 万吨，相比猪肉约 5335 万吨的产量还有很大差距。由于牛羊的饲料主要以草料为主，不像养猪要消耗大量粮食。因此，可以考虑充分利用中国草地，鼓励牛肉和羊肉的生产。

目前，中国国土陆地面积约为 144 亿亩，其中耕地约为 18 亿亩，林地约为 38 亿亩，沙地约为 8 亿亩，湿地约为 6 亿亩。虽然山区、丘陵约占据了国土面积的 69%，但是草地资源丰富，天然草地面积约达 60 亿亩，其中可利用草地约为 46 亿亩，南北方草山约为 12 亿亩，牛羊养殖空间比较大。

不过由于中国九成草原生态环境恶化，养牛养羊的成本或难以下降，与猪肉相比，牛羊肉在经济性上缺乏价格竞争优势，因此需要社会各方在降低养殖成本方面做更多的工作。

其五，猪肉价格的走势在很大程度上影响着经济政策。在中国 CPI 的权重中，食品类权重约为 32%，猪肉分项在食品类中占据重要比例，总起来讲猪肉价格在 CPI 中的权重约为 3%。

简单来讲，如果猪肉价格上涨 50%，CPI 便会上涨 1.5 个百分点；猪肉价格下降 50%，CPI 便会下降 1.5 个百分点——不要小看这 1.5 个百分点，可能就是因为这正负 1.5 个百分点，中国的货币政策乃至整个宏观调控政策会发生方向性的逆转。

由以上五点分析可以看出，“猪”不仅关乎中国城镇化进程的成败，而且还关乎中国经济的兴衰，“猪”的重要性真有点“其大无边”，看来中国人真的要处理好和“猪”的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



土地是城镇化的突破口

再来说说城镇化和土地的关系。

第一，关于中国人均占有土地和住房情况。中国国土陆地面积约为960万平方公里，以2010年11月1日零时为标准时点的第六次全国人口普查显示中国人口数量约为13.7亿，因此折合中国人均占有国土陆地面积约为10.5亩，约相当于一个足球场大小。看似面积不小，但是可利用土地比例小，这10.5亩中可利用的土地构成情况如下：

耕地总面积约为18亿~19亿亩（有数据显示为18.26亿亩），人均耕地面积约为1.3亩，约相当于2个篮球场大小，约为世界平均水平的40%。而美国可居住国土面积和可耕地面积总量约是中国的3~4倍，人均可居住面积和可耕地面积约是中国的15~20倍。可见，在世界上，从人均角度来看中国可用土地资源较为稀缺。

中国村庄占地面积（非耕用地）约为2.5多亿亩，农村人均占有非耕用地约为250平方米，折合农村人均约为0.4亩。

中国城市建城区面积约为1.3亿亩以上，不同城市人均占地约在100~150平方米区间，即按照中国城镇人口约7.1亿计算，城镇人均占地约为0.19亩，约相当于2个羽毛球场大小。

2012年底，城镇和农村人均住房面积分别约为32.9平方米和37.1平方米，按照统计年鉴公布的全国总建筑平均容积率约1:1来推算，城市人均占用住宅土地约为30多平方米，即城市人均占地约0.19亩中只有约1/4用于住宅，其他3/4用于工矿厂房、办公、街道、绿地等其他城市公用。

也就是说，从人均的角度，从1个足球场面积的国土中，拿出了2个篮球场的面积用来种地，再拿出2个羽毛球场的面积用来建设城镇，最后只有半个羽毛球场的面积用来盖住宅房。

最后的结果就是：全中国人只把全部国土面积的0.5%用来安家，其他的99.5%的土地面积是锁定的，原则上不允许建设住宅房。

虽然目前中国城镇人均住房面积约为33平方米，相比30多年前的人均6~7平方米进步不小。但是，中国住房统计标准与国际标准不一致，中国住

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



房统计标准采用建筑面积，包括了公摊面积。国际上一般采取使用面积，并不包括公摊面积。这会使两者有约 25% ~30% 的误差。如果按照国际标准统计，中国城镇人均住房面积只有约 24 平方米，低于世界平均水平。

另外，从中国城镇住房建筑质量来看，第六次全国人口普查数据显示，中国城镇住房大约有一半以上建造于 1998 年之前，约四分之一建造于 1990 年之前。城镇存量房中老公房占有很大比例，而且越是在大城市，老公房的比例似乎越高，在北京、上海、武汉等一、二线城市，坐火车进入市区时会发现有大量的老公房甚至棚户区存在。

在中国，大城市住房贫困率更加突出，2010 年北京和上海市区的住房贫困率都超过 14%，超过全国平均水平的 50% 以上。2010 年上海常住人口中有约 16% 的家庭处于住房贫困状态，较 2000 年几乎没有下降。

数据显示，2010 年中国城镇住房中有约 10% 没有自带厨房，约 17% 没有卫生间，约 13% 缺乏自来水供应，约 28% 无洗澡设施。

据统计，仅房屋折旧所导致的住房存量减少，中国城镇住房每年达约 4 亿平方米。2012 年中国城镇竣工面积约 10. 3 亿平方米，如果扣除存量减少因素，每年仅新增约 6 亿平方米。

从这个角度来看，中国城镇住房的供应量与需求量并不相配。解决中国住房问题的关键不在于限购限贷、房产税等手段，而在于如何扩大供应。

但是，土地是房产不可替代的原材料，房产的供应受到土地供应的掣肘。1966 年，联合国人权公约明确提出“住房权”的概念，指出“住有所居”不是政府恩赐，而是现代公民应有之基本权利。不解决土地问题，就无法解决中国房产问题。

第二，关于粮食安全问题。土地主要有两个基本用途：种田和居住，关乎百姓吃和住。

从总量上来看，城市人均占地约 0. 14 亩，中国人均耕地面积约 1. 4 亩，城市人均占地只有人均耕地面积的 1/10。哪怕城市土地再增加一倍，而且就算增加的土地全部来源于耕地，中国耕地总面积也只减少约 10%。目前学界对粮食安全乃至耕地红线的问题有一定的争议，该问题可以从以下几个方面进行考量。

一是粮食的特殊性。一方面，从供应来看，理论上来讲，一切商品都可以通过国际贸易来解决，而且国际贸易有利于贸易国整体生产效率的提高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，由于粮食的“生产设备”不是厂房和机器，而是土地，土地的面积是有限的，土地的多寡决定了粮食的产量。因此，粮食很难像其他工业产品可以大批量量产，粮食的供应弹性很小。另一方面，从需求来看，由于每个人每天的口粮是一定的，粮食是生活必需品，粮食价格的高低影响不到粮食的日常消耗量。也就是说，粮食的需求弹性也很小。

从这个角度来讲，粮食的重要性比石油、住房等商品还要大。如果石油价格高，可以用煤炭替代，实在不行可以不开车，不用或少用电；房子也是如此，房价高的话大不了住得挤一些，容积率高一些，楼盖得更高一些，即使采光通风不好也可以将就。但是人吃五谷杂粮，粮食是无法改变和替代的，也是不能将就的。

因此，粮食是一种非常特殊的商品，不但具有商品属性，还具有社会属性和政治属性。

2012 年中国粮食总产量为 58957 万吨，比上年增产 1836 万吨，增长 3.2%，实现了连续 9 年丰收。从三大粮食品种看，中国玉米产量为 20812 万吨，稻谷产量为 20429 万吨，小麦产量为 12058 吨，玉米成为我国第一大粮食作物品种。

据统计，2012 年中国进口玉米量达到 521 万吨，增幅为 197%；进口小麦 368.86 万吨，增长 195%；进口大米 232 万吨，增长 305%。分别占粮食总进口的 2.5%、1.1%、3%。

2012 年中国生产的早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价分别提高到每 50 公斤 120 元、125 元和 140 元，2012 年生产的白小麦、红小麦和混合麦最低收购价均提高到每 50 公斤 102 元；2012 年年底出台的国家临时存储玉米挂牌收购价格为：内蒙古、辽宁 1.07 元/斤，吉林 1.06 元/斤，黑龙江 1.05 元/斤。

根据以上数据，大致估算，2012 年中国粮食总产值约为 1.3 万亿元。

加入世贸组织后，中国对农业采取了行业保护措施，保留了关税配额制度，并通过国家干预来维护基本农产品供给及价格稳定。同时采取农业生物技术安全管理、进口许可证、检验检疫等非关税贸易措施实施保护，据测算，其效果相当于征收了约 43% 的农产品进口关税。

2012 年中央安排农业补贴 1600 亿元，据估计 2013 年将继续加大补贴至约 2000 亿元，包括种粮补贴、种子补贴、生产资料补贴、农机补贴等。对一个产业的补贴达到这个产业产值的 10% 以上，恐怕除了农业，找不出其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



行业。

按照产业增值额的一般规律，一个产业为社会提供的实际增量财富以其产业利润率的高低来衡量。中国全行业净利润率约为5%，如果考虑所得税因素，中国企业税前利润率约为10%。农业补贴达到总产值的10%以上，说明这个产业忙活一年，在净财富创造上基本是在做无用功。

但是，由于农产品的特殊属性，实施高额补贴有一定必要性。美国农业虽然有很大的规模效应和价格优势，但也享受巨额政府补贴。中国农业产业本来就很薄弱，如果不这样做，很有可能影响粮食产量的稳定性，难以确保粮食基本的自给自足，甚至会影响整个社会的稳定。

总体上来讲，粮食价格弹性很小，商品属性比较弱，不太适用于市场经济法则，采取扶持措施保证本国粮食供给基本的自产自足还是比较重要的。但是，过度保护会产生农业发展水平滞后、技术创新相对落后、国际竞争力较差等负面效应。

在国际市场，农产品市场已经成为寡头垄断市场。美国 ADM（Archer Daniels Midland）、美国邦基（Bunge）、美国嘉吉（Cargill）和法国路易达孚（Louis Dreyfus）这四大粮商简称为“ABCD”，控制着全球约80%的粮食交易量。中国农业需要提高国际竞争力来与国际粮商抗衡，争取更多的话语权和主导权。

一方面，今后应该逐步取消行业保护措施，可以借鉴南美洲和韩国的例子，南美洲的农业在开放后得到很快发展，韩国农业在本国大力的保护措施下发展得并不理想。中国也曾对国内大豆产业实施大力度的保护，结果越来越没有国际竞争力，中国大豆自给率已不足20%。另一方面，要进一步壮大中国农业整体实力，拓展农业国际贸易和投资，发展农业金融产品，不仅在生产领域，更要在流通领域，培养自己的粮食超级企业和跨国企业，以增强中国农业在国际市场上的实力。

二是要适当引导中国家庭调整饮食结构。由于营养过剩，在现代人中，肥胖症、高血压、高血脂等富贵病很常见。其实，过多摄入肉类对身体并不好，豆类及干果类植物性蛋白并不次于动物性蛋白，可以在很大程度上替代动物性蛋白。

理论上来讲，如果中国人每天少吃十分之一的粮食，或者每天少吃半两肉，则可以节省出十分之一的耕地。节省出的土地如果全部用来造房子，至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少可以使中国城市人均居住和办公面积增加一倍。

三是进一步提高农业生产效率。中国可耕作土地面积仅次于美国和印度，位居世界第三，但人均可耕作面积不及世界平均值3.3亩/人的一半，只有美国、俄罗斯人均水平的约1/10。中国耕地面积从1997年的约1.29亿公顷减少到2008年的约1.22亿公顷，减少了约6%。30多年来中国耕地共约减少了9%。总体上来讲耕地面积这些年以来保持基本稳定，呈略微下降状态。

改革开放以来，中国农业生产效率整体上来说提高幅度还是较大的。数据显示，1978—2012年，中国粮食产量从约3.1亿吨增加到约5.9亿吨，增长了约93%。这期间，棉花产量增长了2倍，油料作物产量增长了5倍，糖类作物产量增加了4倍，水果产量增长了34倍。而同期农业人口减少一半以上，也就是说，30多年来，中国农业人均效率约翻了两番，约增长到4倍。

过去10年，中国人均农业产出年增长率约为3%，高于全球1.7%的增长率。然而，粮食并没有出现过剩现象，粮食的进口依存度10年间从约6%增长到10%以上。

2003—2011年，中国粮食生产累计增长约33%，但同期消费累计增长41%，消费增速高于生产增速，这说明中国农业产业的生产水平和生产效率并没有满足市场的需求。

与美国、澳大利亚等发达农业国家相比，中国农业效率还需进一步提高。在美国，农业早已成为资本密集型、技术密集型、高度机械化的现代产业，而中国农业在大多数地区还停留在封闭的、以家庭零散耕种为主的传统生产方式。美国农业机械化程度很高，一个几万亩的农场几个人就可以经营好，而中国农民一个人只能种几十亩地。虽然据比较，由于中国农民在土地上人力投入较多，精耕细作，每亩单产其实并不差于美国。但是从资源投入和产出比来讲，中国农民的经济效率与美国相比相差几十倍甚至上百倍。

100年前，美国农业人口占美国总人口的比例和现在的中国相当，但是现在这一比例仅为约2%，即美国以2%的农民养活了100%的国民，况且还可以大量出口。

较低的农业生产效率导致中国农产品缺乏国际竞争力。2012年1—10月，越南米到港均价为3162元/吨，而国内广州晚籼米均价则为4086元/吨，国内米每吨高出近1000元，相差约30%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于一国农业产业来说，人均耕地面积多一点固然很好，但是农业生产效率是更重要的因素。俄罗斯人均耕地面积高达约 14 亩，是中国的 10 倍，但是俄罗斯（以及前苏联）历史上曾长期大量进口粮食，甚至曾经从中国大量进口粮食。例如，1999 年和 2000 年这两年，俄罗斯接受西方粮食援助和进口粮食约为 1200 万吨，2001 年才首次实现粮食自给自足。

中国人口在汉朝文景之治时达到约 5000 万，宋朝约为 1 亿，晚清约为 4 亿，中国可耕地面积历史上变化不大，三个时期人均耕地差别很大，但生活水平基本上稳定，差别不大。

由此可见，人均耕地的多少不是决定农业产出的关键因素，提高土地的利用效率和农业生产效率才是保证粮食安全的关键。

就目前中国农业现状来看，水利设施还有很大改善空间，农业科技普及率还不是太高，通过农田整治等措施提高每亩单产还有一定的潜力。农业产业化，即大农场制也是一个可以考虑的选择。农业效率提高了，才可以为中国的城镇化提供大量人力资源；没有农业的现代化，就没有中国的城镇化。

四是防范土地污染，进一步提高中国现有农业土地利用率。据统计，中国有未利用土地近 40 亿亩，这些土地可以改造出生态耕地和建设用地，利用潜力很大。

根据《全国土地利用总体规划纲要（2006—2020 年）》，截至 2010 年，全国城乡建设用地规模约为 3.73 亿亩，其中城镇工矿建设用地约为 1.27 亿亩。城乡建设用地分为城镇工矿建设用地和农村建设用地两类，由此估算，全国农村建设用地规模约为 2.46 亿亩，其中约 2 亿亩为农村宅基地，约 0.5 亿亩为经营性建设用地。

数据显示，由于进城务工，中国农村出现空心化，农村家庭土地未耕种的比例高达 29%；在排除了出租的农用地面积后，约 12% 的农用地处于闲置状态。在农村人口减少的同时，农村建设用地面积并没有减少，目前农村居民点的闲置用地规模约为 0.35 亿亩。两项合计，中国农村闲置土地总量约为 2 亿亩以上，超过了中国全部城镇用地面积。

中国约 18 亿亩耕地中，中低产田就占了约 13 亿亩。70% 的耕地由于过度使用化肥和农药、过度排放工业污水等原因已受到不同程度的污染，耕地水土流失、次生盐渍化、酸化等问题比较严重，影响中国粮食卫生安全。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如，20 世纪 70 年代中期，中国退化草原面积占可利用草原面积的 15%，80 年代中期上升到 30%，90 年代中期扩大到 50%。目前中国约 90% 的可利用天然草原出现不同程度的退化，中度和重度退化面积约为 22.5 亿亩。

再如，环保部 2006 年公布数据显示，中国是全球土壤污染最严重的国家之一。据不完全调查，中国受污染的耕地约有 1.5 亿亩，另有污水灌溉耕地 3250 万亩，固体废弃物堆存占地和毁田 200 万亩。三者合计约为 1.85 亿亩，超过中国耕地总量的十分之一。

最新数据显示，中国受不同程度污染的耕地已占到耕地总面积的近 20%，城郊农田遭受污水、生活垃圾等污染物污染，矿区周边农田遭受矿渣和有害采矿排水污染，工厂周边农田遭受工厂排污等问题相当严重。

第三，关于城市土地规划问题。中国大中城市人均综合用地超过 130 平方米，远远高于发达国家人均约 82.4 平方米和发展中国家人均约 83.3 平方米的水平；与其他国际大都市相比，东京人均仅约为 78 平方米，中国香港地区仅约为 37 平方米。数据显示，从 1980 年到 2005 年，中国经济每增长 1%，相应占用农地约 30 万亩，这一比例约是日本的 8 倍。

与国外人口稠密地区相比，目前中国大城市开发强度已经很大，人均城镇占地面积也不小，但是对城镇土地的利用率还不是很高。中国香港地区陆地面积约为 1100 平方公里，目前开发强度约为 24%，草地、湿地等占比约为 66%；日本三大都市圈、法国大巴黎地区、德国斯图加特等地的开发强度一般也只有 20% 左右。但是，上海城市开发强度已经超过 40%，如果不计崇明岛，开发强度要大于 50%。

然而，中国城镇容积率平均水平只有约 1.0，其中一线城市约为 1.8。上海、北京等城市容积率大大小于东京、中国香港、新加坡、首尔等城市。如北京住宅用地容积率限制在 2.8 以下，上海限制在 2.5 以下，而在中国香港地区，稀缺地块容积率可以达到 10，纽约甚至可以达到 12。

据统计，中国新建商品住房平均容积率为 1.36，其中一线城市为 1.76，二线城市为 1.53，三线城市为 1.27，四线城市为 1.17；而同期中国香港地区为 4.5，新加坡为 3.8，首尔为 2.5，东京为 2.2。

上海、北京等大城市对土地容积率设限，土地利用率很低，实际上存在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很大提升空间。在中国的其他二、三线城市和小城镇土地利用率更低。虽然高容积率会带来城市热岛效应、交通堵塞、光污染、停车难等城市病，但是“两害相权取其轻，两利相权取其重”，如果提高城市容积率可以让城市居民住得更宽敞些，房价更合理一些，生活和工作的压力更少一些，居民应该可以接受这样的选择。

说到底，目前中国城市居民关心的不是住得舒服不舒服的问题，而是住不住得上房子的问题。即首先是保障居住权的问题，其次才是居住舒适度的问题。

数据显示，上海在2000—2010年城镇住房存量只增加了约70%，而同期全国城镇住房存量增加了约1倍至约203亿平方米。然而上海同期城镇人口增加约为42%，与全国城镇人口增长水平相当，这导致上海城镇人均住房累计只增加了约4平方米，增幅为20%，大大低于全国平均水平。

另外，目前城市土地用地规划中，住宅用地比例很小，限制了住宅房地产的供应。官方每年公布的新增土地供应量中用在住宅上的比例仅约为20%～30%，而工业用地、商业服务用地等非住宅用地占据了主要比例。也就是说，城市行政面积中很大比例用于建设项目，同时由于受限于容积率上限，同等大小的建设用地也只能建成有限的建筑面积。

对比美国、日本、德国等发达国家，住宅用地占新增用地中的比例约为50%～70%。例如，日本城市用地中，居住用地约占76%，纽约居住用地约占42%，首尔约占63%，伦敦约占47%。而在中国城市用地中，存量和增量居住用地仅约占30%。

因此，不计城市面积的扩张，就城市土地存量来说，仅从调整容积率和土地用途结构分配这两个角度来考虑，中国城市住宅房产的供应还有几倍的扩张空间。其实，把城市的土地利用好了，也可以在一定程度上减轻耕地减少的压力。

北上广等一线城市房价收入比是全国平均水平的3倍左右，这些城市是中国的政治、经济、文化、教育、医疗、科研中心。在这些城市，住房问题更为突出，住房矛盾更为集中，更容易激化，因此更需要采取有力、有效的差别措施来解决住房问题。全国一刀切的房产政策不可能解决目前问题，而且很可能进一步放大了问题，为未来的房地产市场埋下隐患。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



城镇化和经济增长：因果关系，还是“果因”关系？

究竟是城镇化拉动了经济的增长，还是经济发展促进了城镇化的形成？

改革开放30多年间，没怎么提城镇化口号，却是城镇化最快的一个时期。20世纪60年代末期，在《人民日报》头版社论文章中提倡的“我们也有两只手，不在城市里吃闲饭”口号下，中国共有约1770万的城市知识青年上山下乡。如果这些知识青年可以在城市找到工作机会的话，还会从城市流向农村吗？——经济状况不好，不但城镇化不能推进，城市人还要向农村地区倒流；经济状况好了，城市工作机会多了，自然会吸引农村劳动力流向城市，城镇化进程才会加快。

城镇化拉动经济增长的说法和消费拉动经济的说法一样，都是伪命题。比如，有观点认为短期内刺激经济总需求可以提升经济总量，但是如何定义“短期”？如果真的可行，那我们一年来个5个、10个“短期”刺激，经济不就靠刺激一路高歌猛进了吗？——这显然是荒谬的。其实，短期刺激总需求一般是通过政府买单或补贴的形式，来人为增加消费，只是暂时起到疏通经济循环管道和环节的作用，刺激总需求本身并不能带来经济的增长。

实际上，城镇化的本质是市场化。如果大家觉得聚集而居更利于资源的高效配置和利用，大家自然就会聚集起来，并不需要靠什么政策来推动。其实，经济增长的关键是政府职能的转变，即由审批型政府向服务型政府的转型。城镇化是土地拆迁和高楼大厦建成后的自然结果，并不是土地拆迁和高楼大厦建成的原因。

城镇化也不是解决财政资金的摇钱树。目前，土地转让价差是地方财政的重要来源。据统计，1989—2010年，土地收入占地方财政收入比例从不到1%上升至约75%。比如，根据土地管理法，征收耕地的补偿费用主要包括土地补偿费和安置补助费，其总和不得超过土地被征收前3年平均年产值的30倍。以亩产2000元计，最高约6万元。而被征用的农地转化为建设用地后，其拍卖价格可达到每亩数十万元乃至数百万元。

相关调查显示，耕地征用之后土地增值部分的收益分配中，投资者和当地政府拿大头，村级组织留下两三成，有时农民拿到的往往不到一成。据统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



计，整体上来看，2001—2010年，全国土地出让收入从约1300亿元增加到约2.7万亿元（实际土地出让收入可能远远大于这个数字），然而农民获得的征地和拆迁补助收入平均仅占土地出让收入的37%。

美国西雅图最好的农地约5000美元/英亩，但是如果规划为建设用地，市价可达约20万美元/英亩，二者相差也是几十倍，不过美国土地是私有制，全部收益均由土地的主人获取。

如果城镇化不能让农民获得正当利益，不能改变土地差价的分配格局，就难以真正实现城镇化，居民消费能力的提高会成为无源之水，经济结构的转型更难以推进。

有种观点认为，中国未来10年的城镇化进程可以带来约40万亿元的投资，诸多行业，尤其是基建行业将受益于巨额投资。其实，这又是一个因果颠倒的逻辑。城镇化是经济增长的自然结果，经济增长有赖于每家企业的努力。如果大家都不落脚到自身企业的经营和发展上，而是指望天上掉馅饼，掉订单，以为水涨船高后可以滥竽充数继续吃现成饭——这种想法大错特错！哪家企业不想办法持续提高自身竞争力，到时就必将会成为市场淘汰的对象。



城镇化三大核心问题

就中国现实国情来看，2012年中国经济总量约为52万亿元，但是被13.5亿人口基数一除，人均国内生产总值和人均国民总收入仅排在世界100位左右。目前中国约有1亿人每天生活费不足1美元，相当于法国人口总数的两倍左右。有几千万农村人口没有解决温饱问题，有约2000多万城镇人口靠领取最低生活费过日子。即使在北京、上海这样人均国内生产总值达到1万美元以上的地区，贫富分化也比较严重，中心城区还有几百万平方米的棚户亟待改造。

2012年中国农村居民年人均纯收入只有约7900多元，不到城镇居民人均可支配收入的三分之一，不少农村地区行路难、饮水难问题尚未解决，很多贫困地区农民还住着泥草房和棚屋，家里没有电器设备和像样的家具。中国西部最不发达地区的人均国内生产总值只有沿海地区的十分之一左右。

因此，中国还是一个经济不发达的发展中大国，经济增长潜力还很大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尤其是农村和中西部地区，可施展空间很大。中国城镇化的进程还很长很艰巨，中国城镇化面临三大核心问题。

首先，要进一步还原土地资源的可交易属性并增加市场化程度。追根溯源，一切商品的成本都可以归结到土地成本上来。原因在于，产品成本主要由人力成本和原材料成本构成，而原材料成本又主要由供应商的人力成本和原材料成本构成，因此一切商品的成本归根结底都是由人力成本构成。而人力成本取决于生存成本，生活成本决定了一个城市的工资水平，同时食品支出和住房支出构成生活主要成本，而吃和住的成本，即农产品成本和房地产成本归根结底还是取决于土地的成本。土地价格高，食品价格和房价必定高。土地价格低，粮食和房产定价必定合理。尤其是在大中城市生活的居民，工资收入的很大一部分用于房产支出，对此点更是深有体会。

如果土地资源可以实现自由交易，则可以解放大量闲置土地，既包括城市里的，也包括农村里的。土地供给因此而增加，价格更加合理，闲置资源得以利用，在市场机制下实现土地效用的最大化。

孙中山先生曾提出过“人尽其才，地尽其力，物尽其用，货畅其流”和“平均地权”的主张，分别点出了中国经济和政治的核心命题，具有很强的现实借鉴意义。

其次，要对中国户籍管理制度进行改革。土地是固定的、有形的，而人是动态的，户口管制是无形的。比土地流通更难的是关于人及户籍管理方面的改革。

城镇化的关键在于解决中国户籍问题，城镇化应该是以“人”为本的城镇化，不是追求高楼大厦林立，以“摊大饼”为主要形式的城镇化。

户籍管理制度的改革主要要解决以下几个问题：一是城市户籍在不同城市自由流动的问题，没有户籍限制的人才流动才是真正市场化的人才流动，才可以更好更彻底完成人力资源的有效配置并实现人力价值最大化；二是农民工在城市中的落户问题，涉及2.5亿城市非户籍人口的社保福利问题，要逐步给予其城市户籍同等的社会福利保障；三是要解决目前仍居住在农村的5亿多农民的社会保障问题。

据统计，2012年中国医疗卫生、教育、养老金及其他社保累计支出4.5万亿元，共覆盖4.5亿城市人口。如果要把2.5亿农民工包括在内，需要增加约2万亿元的财政支出。因此，有观点认为，城镇化能否实现，关键在于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



政府是否能够拿出足够的公共财政资金，城镇化目标对政府的财政能力是个重大考验。

其实，人本身，即劳动者本身是财富创造的来源。如果农民工进城后不能创造超过本身消耗的财富，即没有创造增量财富，那么在市场经济机制“看不见的手”的作用下，农民工根本无法在城市生存，他们自然会回到农村。农民工可以在城市生存，表明农民工不是城市的负担，恰恰相反，农民工和城市中其他劳动者一样在创造财富，不能一边享受农民工带来的便宜货和便宜劳务，一边对他们报以白眼和不屑。

当然，从国家财政分配的角度来讲，要遵循谁创造谁拥有的原则。凡是农民工创造的财富就应该让农民工享受，谁创造的多谁就享受的多，多劳多得，少劳少得，要按照市场经济法则来办事情。

再次，房地产市场要先解决基本需求，以民生为要。从生产的角度来看，土地是房地产企业的原材料，成屋是产成品。房产其实是非常特别的产品，和粮食一样，是生活基本品和必需品。人类只有一个地球，土地面积永远是有限的，世界历史上的战争绝大多数都是为了争夺土地资源。由于土地的不可复制性这种特殊属性，政府应该肩负起应该承担的责任，在满足大多数人基本居住权的前提下，才可以在特定的范围和情况下实行房地产的市场化。

在房地产行业实行满足基本需求前提下的市场化的国家，比如在德国，以及实行公屋制度的新加坡甚至非洲的毛里求斯，房地产市场比较稳健，国民也基本认同本国房地产政策。最糟糕的情况可能就是在基本居住权没有满足的情况下，供给端高度垄断，需求端高度市场化，一切成本和税金（包括二手房市场税金）都传递到终端市场价格，由购房者负担，必然导致房产价格的暴涨，加重国民负担。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十章 月度经济指标



指标分类

宏观经济层面，经济指标是政府判断经济形势，制定经济政策的重要依据；微观经济层面，经济指标是企业经营决策及投资决策的重要参考。

经济学研究资源配置，解决资源稀缺性问题，即如何以最有效、最经济的方式利用有限的资源来获取最大收益。财富来源于资源利用，300 多年前，被誉为政治经济学之父的威廉·配第曾说过“劳动是财富之父，土地是财富之母”，马克思在其《资本论》中曾引用过这句名言。

资源（生产要素）主要分为资本资源、自然（土地）资源、人力（劳动）资源三大类。资本资源，即生产设备、建筑物等各种因资金投入而产生的固定资本形成总额，分为存量资本和新增资本；自然资源包括土地、矿藏、水资源、森林资源等；人力资源，即人的劳动的总和，包括体力劳动和智力劳动。

中国官方公布 100 多种宏观经济指标，从不同角度和方面反映经济运行状况。但是，同一时期公布的各个经济指标之间所传达的信息并不完全一致，甚至在局部是相反的。为了更好地解读宏观经济指标，可采取科学的分类方法，并结合时效分析，以更好地理解经济运行状况。因此，从资源要素的角度，可以把各种经济指标分为特定三类：

第一，资本要素指标，包括货币供应量、M1 – M2 增速的差值、月度新增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



信贷规模、城镇固定资产投资和房地产开发投资数据、产能利用率等，该类指标一般属于先行指标。

第二，自然要素指标，包括用电量、货运量、波罗的海指数、消费物价指数、工业品出厂价格指数等，该类指标一般属于同步指标。

第三，人力要素指标，包括劳动报酬类指标和城镇失业率等，该类指标一般属于滞后指标。

资本资源、自然资源、人力资源是财富创造的来源，生产要素的使用和消耗状况与经济增长直接相关。总体上来说，资本要素指标是先行指标，自然要素指标是同步指标，人力要素指标是滞后指标。

按照资本要素指标（先行指标）—自然要素指标（同步指标）—人力要素指标（滞后指标）的逻辑顺序和时效顺序，如果资本要素指标开始改善，说明经济有开始好转的迹象；接下来自然要素指标也开始改善，则可以进一步印证经济好转的确定性；最后，人力要素指标也改善了，则可以基本上确认经济好转已经实现，经济运行位于上行通道。反之亦然。



资本要素指标解读

货币供应量

货币供应量指一国在某一时期内为社会经济运转服务的货币存量。货币供应量包括 M0、M1、M2 几种形式，其中 M1 是通常所说的狭义货币量，主要由流通中的现金和企业活期存款组成，流动性较强，在货币供应量的几种形式中与经济运行状况的相关度最高。

货币供应量虽然是经济运行的先行指标，但是并不表明货币超发是经济增长的原因。很大程度上，反而是由于经济面活跃起来而使得货币流通加快，导致货币供应量指标——尤其是 M1——上升。

2013 年年初，中国货币总量突破百万亿大关。天量数字背后透射出中国经济存在何种问题？下面进行详细分析和阐述。

第一，货币究竟有没有超发？

1978 年改革初期，中国的 GDP 为 0. 3624 万亿元，2012 年达到约 52 万亿元，期间增长了约 144 倍。1978 年，广义货币量约为 860 亿元，2012 年年底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增加到约98万亿元，增长了约1140倍。

诺贝尔经济学奖获得者弗里德曼通过对美国货币需求量研究后发现：国民收入每增长1%，货币需求量相应增长1.8%，货币供应量增长幅度大约是国民收入增长幅度的1.8倍。而中国货币供应量34年来增长幅度高达GDP增长幅度的8倍。

数据显示，改革开放以来通胀率年均增长约为6.25%，以复利计算，34年间通胀倍数约为8倍。

——都是8倍！这不是巧合，而是货币超发的必然后果。

下面以几种消耗量大的日常商品，来说明各类商品的上涨幅度：面粉，30年前约0.2元/斤，2012年约1.5元/斤，上涨约8倍；鸡蛋，30年前一块钱可以买10个，现在只能买1.5个，上涨约7倍；猪肉，30年前1～1.5元/斤，现在8～14元/斤，价格上涨约9倍；烤鸭（全聚德），80年代约30元/斤，2012年约300元/斤，上涨了约10倍。

通过比较可以发现，这些年来，钢材、水泥、玻璃等初级工业原材料，以及猪肉、小麦、大米、鸡蛋、乳制品等普通食品的价格，涨幅与总体通胀水平基本接近。总体上来讲，30多年来各类大宗生活日用品的涨幅与总体通胀倍数基本接近。

初步统计，同期美国平均通货膨胀率年均约3.8%，以复利计算，30多年间美国通胀倍数约为3.2倍。中国通胀倍数约为8倍，是美国通胀倍数的2.5倍。

2012年美国M2约为10万亿美元，GDP约为16.3万亿美元，广义货币与GDP之比为0.61；2012年底中国M2约为97万亿元，GDP约为52万亿元，广义货币与GDP之比约为1.87，该比率中国是美国的3.1倍。

——2.5倍和3.1倍！两个接近的数字也不是巧合，反映出与世界货币平均超发水平相比，中国货币超发的严重程度（在此世界货币以美元为代表）。

数据显示，1978年上海平均月工资收入约56元，2012年约为4800元，30多年上涨了约86倍。根据有30多年工龄老职工的估计，全国范围内工资上涨幅度基本与此相当。

货币的1140倍、GDP的144倍、工资的86倍、通胀的8倍——从这四个数字可以看出：30多年来，货币增长的速度远超经济增长的速度，经济增长的速度大于工资上涨的速度，货币购买力下降了8倍——或许印钞厂是期间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最大的受益者。

由此可见，货币被严重超发了；货币超发多少倍，通货相应膨胀多少倍。

第二，货币到底超发了多少？

研究货币发行渠道可以帮助我们发现货币超发了多少。那么，货币超发的“老虎”是从哪些“笼子”跑出来的呢？

——首先是外汇占款。截至2013年3月底，中国外汇储备约为3.3万亿元，央行公布的截至2013年2月末金融机构外汇占款余额约为27万亿元人民币，相当于累计约有27万亿元的人民币从央行流向市场。

外汇储备本质上是央行对全体国民和企业的负债：居民持有的外汇和企业出口产品赚取的外汇均以换汇的形式流入商业银行，商业银行再换汇给央行，央行发行人民币支付换汇款，于是新发行货币进入市场。

——其次是政府债务。目前中国国债余额约为8万亿元，地方政府融资平台债务余额据保守统计约为12万亿元以上，两者合计约20万亿元。

《中国人民银行法》规定央行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券。但是，央行却可以在公开市场运用货币政策工具认购国债和其他债券。另外，地方政府融资平台高息向地方商业银行融资，商业银行低息再从央行融入资金。于是，借助于政府债务渠道，超发货币再次流向市场。

以上两项合计，货币超发约为47万亿元。

改革开放34年间，中国GDP从0.3624万亿元增加到约52万亿元，增量约为51.5万亿元；广义货币从860亿元增加到约98万亿元，增量约为98万亿元。广义货币增量比GDP增量多出约47万亿元。

——都是47万亿元！这同样不是巧合，说明这些年货币超发了约47万亿元。

尤其值得注意的是，2007年年底中国货币存量约为40万亿元，2012年增加到98万亿元，5年间增加58万亿元。这5年是货币存量增加最快的一个时期。

其中，外汇占款贡献了约10万亿元以上。2007年年底外汇储备约为1.5万亿元美元，截至2012年年底，4年间增加了约1.8万亿元美元，同期增量外汇占款约为10万亿元以上。

另外，政府债务贡献了20万亿元以上。2007年年底中国国债余额只有约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.4 万亿元，2012 年却增加到约 8 万亿元。2007 年，全国地方政府融资平台债务余额基数很小，5 年后陡增到 10 万亿元以上。甚至据有关专家和外资银行机构估计，目前地方政府融资平台债务余额至少在 20 万亿元以上。究其原因，“4 万亿元计划”可谓“功不可没”——在该计划下，中央及地方天量政府债务得以大行其道。

第三，超发货币流向了哪里？

30 多年前，中国没有股市，2012 年年底沪深总市值约为 23 多万亿元。超发货币会不会被股市吸纳了呢？从证券化率（股市总市值/GDP）来看，2012 年年底，中国证券化率约为 44%，美国证券化率约为 104%。中国证券化率远小于美国，说明股市并不是吸纳超发货币的主要场所。那么，是哪个市场吸纳了天量货币呢？

答案是房市。30 多年前，几千元、上万元就可以买一栋不错的房子；20 年前，10 万元就可以在北上广等一线城市买一套不错的 2 居室，现在则需要 300 万元左右。粗略估计，房价前 20 年上涨了约 20 多倍，前 30 多年上涨了约 50 倍甚至 100 倍以上，远超 8 倍的物价整体涨幅。

据统计，1998—2012 年，中国城镇住宅投资额由约 0.43 万亿元增加到 5.7 万亿元，年均增长 20.4%；年住宅竣工面积从 4.8 亿平方米增加到 10.7 亿平方米，年均增长 5.9%，15 年间住宅竣工面积累计达 104 亿平方米。截至 2012 年年底，中国城镇人均住房面积达到约 33 平方米，比 1998 年增加了 14 平方米，年均增加 1.1 平方米，而改革开放至 1998 年房改前年均增加只有约 0.6 平方米。因此，从增量的角度来看，这些年的新增房地产吸纳了大量超发货币。

从存量来看，根据 2010 年第六次人口普查数据和相关数据推算，目前中国累积的存量住房约为 179 亿平方米，约 2.2 亿套。按照当年城镇常住人口家庭来算，户均约 1.02 套住房。由于房屋登记制度不完善，大量房改以前单位分配的公房和小产权房没有登记，因此这还是保守估算。

粗略估计，以均价 5500 元/平方米计算，中国城镇住宅房产合计总值约为 100 万亿元。如果算上农村房产和城市商业及办公房产，合计总值约为 200 万亿元以上。

由此可以看出，房市是吸纳超发货币的主要场所。房产是一种特殊的产品，具有消费品和投资品属性。一方面，作为消费品，房产泡沫是中国恶性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



通胀的替代品，避免了恶性通胀的爆发（中国 CPI 权重中不计入房产市场价格，如果计入的话，考虑房产支出在中国家庭总支出中的比例，中国早就属于恶性通胀国家了）；另一方面，作为投资品，房产是国民经济运行成本主要组成部分，在传导机制下，房产成为通货膨胀的主要“幕后推手”。

第四，超发货币引发了哪些问题？

首先，引发了房产泡沫。在中国现有财税体制下，三大税种增值税、营业税和所得税主要由中央收缴，导致地方财权和事权不匹配，地方政府财政收入约一半以上来自土地，严重依赖土地财政收入。土地价格如果下降，地方政府将入不敷出；土地价格不降，房价不可能下降（这也是地方政府对房产调控和房产税征收不积极甚至抵制的真实原因，因此在中国某些大城市出现房价越高反而越能维持的“怪”现象）。

资本天生逐利，资金流向房市，推高房产价格，高房价吸引更多资金来投机。在自我循环和自我反馈机制下，超发货币如火上浇油，在房产泡沫形成过程中扮演了“助纣为虐”的角色。

2000 年年初 M2 约为 12.1 万亿元，M1 约为 4.7 万亿元；2010 年年末，M2 约为 72.6 万亿元，M1 约为 26.7 万亿元。11 年间，中国货币量约增长了 5 倍，同期 GDP 仅约增长了 2.9 倍，但是这段时期却是中国房价“狂飙的 10 年”，涨幅和货币量增长幅度相当，在北上广一线城市，中心地段房价涨幅甚至达到 10 年 10 倍的程度。

目前中国房产总值约为 200 万亿元，如果任由资金炒作，房价再涨 1 倍，则房产纸上财富增加 200 万亿元，必将导致实体经济萎缩，加剧贫富分化，经济基本面也会扭曲变形；一旦房价大幅下跌，涉及百万亿量级的资金链必将断裂，在传导机制下，整个国民经济体系陷入混乱状态，面临重蹈日本“失去的 20 年”的覆辙。

在自由市场中，资金的涌入会刺激该行业的投资并带来产品供给的增加，从而平抑产品价格的上涨。在中国，由于土地管制制度，土地管理部门作为唯一的供给方，控制了土地出让的数量和节奏，使土地市场需求始终处于饥饿状态中。土地是房地产行业的原材料，原材料受限，成品供给自然受限。

1998—2012 年，中国城镇住宅投资额年均增长 20.4%，住宅竣工面积年均增长 5.9%；年均投资额增进大于 GDP 平均增速，年均住宅竣工面积增进却小于 GDP 平均增速。由此看来，房地产行业对社会资金的占用水平高于其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他行业，但是供给效率却低于其他行业。

30多年间，GDP的实际增长倍数约是25倍，表明国民财富增长了约25倍，同期中国人均住房面积只增加了约5倍。因此，从长周期来看，房地产行业跑输了国民经济整体水平。

其次，导致政府角色错位。前文所述，政府债务是天量货币发行的主要渠道，中国政府债务侧重于供给端管理，即政府充当运动员角色，在投资冲动顽疾下，超发货币主要用于政府主导投资项目。资金本来是用来获利的，在政府大包大揽体制下，投资决策演变成政策决策、政绩决策甚至官本位升迁决策，政府投资项目社会效益和经济效益大打折扣，出现项目烂摊子在所难免。

美国政府债务率也很高，但是美国政府侧重于需求端管理，即政府充当裁判员角色，主要依靠市场的力量使货币发挥作用。美国国债大致可分为短期国库券（T－Bills）、中期国库票据（T－Notes）和长期国库债券（T－Bonds）3类，面向全世界发行。在很大程度上，国债是作为短期融资票据使用，用来弥补市场流动性的不足。

比如，2008年国际金融危机期间，美国财政部联合美联储实施了7000亿美元的金融援救纾困计划，通过证券市场的投资行为来重建金融机构资本和支撑消费者信贷。其中，向金融机构注资2450亿美元，约2年后，财政部收回全部本金，花旗集团带来约105亿美元的收益，美国银行带来约45亿美元的收益，高盛、摩根士丹利、摩根大通和富国银行各带来约10亿美元的收益；对房利美和房地美的投入共计2250亿美元，后通过出售证券获得回收资金达2500亿美元，取得250亿美元的收益；对AIG的注资高达1820亿美元，逐步抛售证券后，整体收益为正。截至2012年8月，美国财政部已回收了约83%的救助投资资金。

由此看来，美国政府通过“炒股票”的方式来应对金融危机，不但收回了本金，还取得了“炒股收益”，并引领道琼斯指数在2013年年初创历史新高。同样是发行国债，同样是在“直升飞机上撒钱”，一个是计划经济思维下的供给端管理，一个是市场经济思维下的需求端管理，一个是政府之手，一个是市场之手，效果大不相同。

该案例对中国资本市场也有很大的借鉴价值：股市既不是企业解困场所，也不是投机赚快钱之地。股市是自由市场经济资源配置的传导中枢，一棋走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



好，全盘皆活，健康的股市是中国经济发展的动力源泉。

再次，埋下债务危机隐患。目前，社会上调控房价的呼声很大，中国城市地价已处于很高的价格水平，拆迁成本急剧上升，土地出让金净收入占比逐步缩小。过往那种一手低价拿地，一手高价卖地，赚取土地收储价差的土地财政收入模式难以为继，政府负债只能靠发新债换旧债来解决。理论上来讲，国债利息视时间长短一般在 3% ~6% 之间，若干年后随着 GDP 的增长和物价的上涨，财政收入水涨船高，其增长速度一般会高于国债利息，政府债务基本可以偿还；在持续通胀下，财富从债权人向债务人转移，债务链不会断裂。但这是建立在经济增长维持一定速度的假设上，一旦假设打折扣，必然导致政府负债率进一步上升，并形成难以摆脱的自我恶性循环，为债务危机埋下隐患。如欧债危机时的希腊政府负债率高达 180%，意大利政府负债率高达 140%。

最后，资金挤出效应致使中小企业面临融资困局。有政府信用做担保，有不断上涨的纸上房价做抵押，中国银行业资金自然会向政府投资项目和房地产行业倾斜，民营企业及广大中小企业遭受融资歧视。在天量货币存量下，资金严重过剩现象与严重饥渴现象同时并存，不能不说是中国金融市场的离奇怪象，中国金融市场的效率之低下可见一斑！

第五，宽松货币政策真的可以刺激经济增长吗？

从本文以上分析可以看出，通过货币超量投放达到刺激经济增长的做法，就像输血急救一样，只能在流动性缺乏的情况下取得短期效果。血液本身并不是“药方”，输血不能代替“开方”。宽松货币政策不应成为一种常态，更不能放任货币超发，否则不仅不能刺激经济增长，还会适得其反。确定货币发行的规模要综合考虑经济总量、社会融资难易程度、社会融资成本和全社会金融效率等因素。

货币超发是在中国特有的财税体制、金融体制、土地管理体制下的产物，管制才是货币超发的滥觞，从管制经济真正过渡到自由市场经济的进程任重道远。货币天然是“无性”的，无“好”“坏”或“积极”“消极”之分。在自由市场经济下，货币更多地发挥其正面效应；在管制经济下，更多地发挥其负面效应。

货币供应量的增长不是经济增长的原因，恰如浇多少水不是树可以长多高的原因一样。否则政府什么也不用做，只需把币值定期调高一点就可以了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机制才是经济增长的最根本要素，就像基因才是决定树能长多高的根本因素一样。

略加引申，既然流动性不是经济增长的驱动因素，长期来看，流动性也不能拯救资本市场，因为决定资本市场表现的最根本因素还是经济的好坏和盈利水平的高低。在惯有传统思维模式下，流动性驱动股市上涨，其实是投资者的心理预期在起作用，可以把马儿带到河边，但是马儿未必会喝水，货币放水大多数情况下注定只能是短期效应，怎么涨起来的还得怎么还回来。

M1 – M2 增速差值

M1 – M2 增速差值是判断经济活跃度的重要指标。货币供应量中 M1 – M2 增速差值若为负，即 M1 的增速小于 M2 增速，其差值俗称为“剪刀差”；M1 – M2增速的差值若为正，即 M1 的增速大于 M2 增速，其差值俗称为“喇叭口”。

在货币供应量扩大时，一般情况下，企业的活期存款和定期存款是同步增加的，M1 和 M2 的增速保持适当平衡。如果 M1 增速大于 M2，则意味着企业和居民交易活跃，微观个体盈利能力较强，经济景气度上升；如果 M1 增速小于 M2，表明企业和居民倾向于将资金以定期的形式存在银行，微观个体盈利能力下降，经济运行回落。也就是说，“喇叭口”比“剪刀差”更乐观。

货币供应量中 M1 – M2 增速差值现象在股市也有所反映，M1 – M2 增速差值与上证指数呈现明显的正相关关系。历史数据显示，在两者增速差值逐步扩大达到高点时（2000 年、2007 年），上证指数同步上升并到达阶段性高点；在增速差值逐步缩小到达低点时（1999 年、2005 年、2008 年），上证指数同步下跌到达阶段低点。

M1 – M2 增速差值的变化趋势在某种程度上是经济乃至股市的变化的“前兆”，是一个判断经济走势和股市趋势的可参考的先行指标。

其他资本要素指标

其他资本要素指标包括月度新增信贷规模、社会融资规模、城镇固定资产投资和房地产开发投资数据、产能利用率等。

月度新增信贷规模是指银行体系对社会大众及各经济单位的信贷总额度增量，中国央行每月公布新增信贷绝对额。2008 年国际金融危机爆发后，美国采取了罕见的量化宽松货币政策，以需求端管理的思路，大幅度加大了货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



币投放力度，短期内及时遏制了经济断崖式下跌势头，在一定程度上有助于经济体恢复自我调节能力。

2009 年上半年，中国新增信贷高达 7 万多亿元，超过历史上任何一年的投放总量。天量信贷虽然在短期内挽救并鼓舞了市场信心，有助于经济尽快走出低谷，但是中国宽松货币政策更侧重于供给端的管理，在一定程度上埋下了经济隐患，刺激了通货膨胀，尤其进一步吹大了房价泡沫。其负面效应和潜在隐患或将需要许多年，付出较大代价才可以消除。

社会融资规模是指一定时期内（一般每月）实体经济从金融体系获得的全部资金总额。社会融资规模是全面反映金融与经济关系以及金融对实体经济资金支持的总量指标，比月度新增信贷规模更为全面一些。社会融资规模的增量涵盖银行、证券、保险等金融机构，包括信贷市场、债券市场、股票市场、保险市场以及中间业务市场等。

具体来看，社会融资规模主要包括人民币贷款、外币贷款、信托贷款、委托贷款、未贴现的银行承兑汇票、企业债券、非金融企业境内股票融资、保险公司赔偿、投资性房地产和其他金融工具融资十项指标。另外，随着中国金融市场发展和金融创新深化，实体经济还会增加新的融资渠道，如私募股权基金、对冲基金等，未来也有可能统一纳入社会融资规模指标。

从长期来看，随着金融深化和发展，以间接融资为主的融资体系将发生变化，直接融资规模及所占比重会逐渐增加。因此，社会融资规模将成为未来货币政策制定过程中的一个重要参考指标。

月度城镇固定资产投资数据和月度房地产开发投资数据反映了同期新增资本形成总额状况。一般来讲，企业新增投资用于产能扩张，显示了对未来经济运行的乐观倾向。月度城镇固定资产投资数据和月度房地产开发投资数据是判断经济是否转向的先行指标。

在美国，新屋开工率这一指标应用较为普遍。一般情况下，建筑业可作为经济发展变化周期中的参考先导产业。当新屋开工率出现明显下降时，经济会出现一定程度的衰退迹象；新屋开工率出现明显上升时，经济运行会呈现出一定的复苏苗头。

产能利用率（Capacity Utilization）是工业总产出对生产设备的比率，用于衡量现存工厂和设备闲置的状况，该指标在美国应用较为普遍，中国尚未正式统计该指标。产能是固定资产投资的表现形式，属于资本形成的范畴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产能利用率涵盖的范围包括制造业、矿业、公用事业、耐久商品、非耐久商品、基本金属工业、汽油及汽车业等项目，代表上述产业的产能利用程度。从国际经验看，产能利用率在75%～85%之间属于合理范围，低于75%一般表明产能过剩严重，高于85%一般表明产能不足。据粗略统计，目前中国工业产能利用率约为78%～79%，显示产能在整体上有过剩现象，但是其中有很大一部分是要淘汰的落后产能，整体上来看产能过剩现象并不是很严重。

中美金融效率比较

存量资本主要分布在储蓄、保险、证券、信托等领域，下面主要从保险和储蓄两个领域来进行阐述和比较。

保险领域。数据显示，2011年年末，中国城镇职工基本养老保险、城镇基本医疗保险、工伤、失业和生育五项社会保险基金资产总额约3万亿元。同期，全国社会保障基金理事会所管理的社保基金总额约8700亿元。

目前，只有全国社会保障基金理事会所管理的社保基金可投资于股市。按照有关规定，社保基金的投资范围限于银行存款、买卖国债和其他具有良好流动性的金融工具，包括证券基金、股票、企业债、金融债等有价证券。其中，银行存款和国债投资的比例不得低于50%，证券投资基金、股票投资的比例不得高于40%。就实际情况来看，目前社保基金投资于证券市场比例只有约20%。

在美国，包括401K计划退休金在内的保险金总额和美国GDP相当，约为17万亿美元，折合人民币约105万亿。截至2013年上半年，美国股市总市值约为17万亿美元，拥有全球最为庞大的投资者群体。从投资者构成来看，养老基金、共同基金及保险公司是三大投资主体，合计持股约占美国股市总市值的50%，是稳定美国股市的铁三角。其中，养老基金是最大机构投资者，美国养老金总额中约有50%以上投资于股市，持股约占美国股市总市值的20%。正是秉承了中长周期价值投资理念，50多年来，美国养老基金投资股市的年收益率平均在7.5%以上。

2007年，中国保险从业人员与总人口比例大致为1:650；而在美国这一比例为1:101。2008年年末，中国保险业从业人员总数约为323万人，其中营销员占了大头，合计约为263万人，约占总数的81%。2008年年末中国保险业总资产3.3万亿元，仅相当于当时中国工商银行总资产的1/3。保险业总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资产仅占银行业总资产的5%左右。

中国保险业从业人数与银行业基本相当，但是管理的资产只有银行业的约5%。可见中国保险市场还很不完善，保险业的效率很低。保险业是中国金融体系“木桶”中的一个“短板”，中国保险业需要继续大力发展。

储蓄领域。美国储蓄率只有约1%～5%，中国储蓄率高达50%以上。截至2012年底，中国存款余额约90万亿元，主要由居民储蓄、企业储蓄和政府储蓄组成；其中居民储蓄总额约占总储蓄额的三分之一强，总额约为40万亿元，人均储蓄约为3万元。中国家庭户均3.39人，因此折合单个家庭户均储蓄约为10万元。

但是，这是一个“被平均”的数字。实际上，中国居民储蓄结构很不合理，两极分化现象严重。总数不到20%的人掌握了约80%的存款，即20%的富人群体人均储蓄约12万元，家庭储蓄约40万元；80%的普通群体人均储蓄约为0.75万元，家庭储蓄约为2.5万元。两个群体贫富相差达10倍以上。造成这种现象的原因根本在于不合理的分配体制所导致的居民收入巨大差距，调查数据表明，中国劳动者人均月收入分布，1000元人民币以下的人群约占35%，1500元以下的人群约占51%，整个社会贫富差距很大。

从融资渠道来看，中国以间接融资为主，即资金的匹配主要通过银行完成。美国以直接融资为主，即资金分配主要由剩余方和需求方在资本市场直接匹配完成，通过银行完成的融资占比不大。另外，在美国，债券市场也非常发达，债券融资也是一种直接融资方式。当然，债券市场过度发展也不行，尤其是不能以投机为目的无限放大衍生品，否则也会引发债务危机，如美国次贷危机和欧债危机都是由过分放大债市杠杆而引起的。

一般来讲，直接融资的效率要高于间接融资。但是，直接融资是资金供应方和需求方的面对面交锋和博弈，需要双方具备较高的专业知识。于是，在信托机制下，作为双方的代理服务人，专业投资银行机构应运而生，“华尔街”便是国际投行的代名词。

华尔街的最大优势在于极高的金融效率，复杂的金融配置过程高度集中在少数基金经理群体中，每个基金经理管理的资金高达几亿、几十亿甚至上百亿美元，高度专业化的分工极大节约了资金配置成本，并提升了金融效率。

在中国，银行仍旧是主要的社会融资方式。据统计，2011年年末，银行业金融机构从业人员约为320万人。近几年，银行业从业人数不减反增，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，2011 年新进员工约 13 万人，包括大型商业银行新增约 4.6 万人，股份制银行新增约 4.1 万人。

中国银行业的盈利占了整个社会全行业盈利的半壁江山，银行业财大气粗，CBD 中最高最豪华的大楼，最好的商业地段基本被银行垄断占据。数据显示，全国银行业金融机构网点总数达到约 20 万家，2011 年新增网点约 0.7 万家；四大行中，农业银行网点数量最多，达到约 2.3 万个；工商银行网点次之，达到约 1.6 万个；建设银行网点数量约为 1.4 万个；中国银行约为 1 万个。

中国银行业网点很多，但是利用率却不高。目前中国银行业非传统利差收入（即银行中间业务，面向居民的金融服务收费项目）占全部收入的比例还很小；美国、日本、英国的商业银行中间业务收入占全部收益比重均在 40% 左右，中国商业银行目前该比率还不到 20%。

与西方国家相比，中国银行总资产占 GDP 比例非常高。G20 国家除了英国和法国外，其他国家银行总资产/GDP 约在 100% ~200% 之间，发展中国家一般在 100% 以下，而中国已经达到约 200%。此外，银行资产占金融总资产（股票市值、债券余额与银行资产的总和）的比例，即使是德国和日本这样以间接融资为主导的国家，只占约 46% 和 37%，而中国这一比例则高达约 72%。

由此可见，为达到金融匹配目的，银行业消耗了这么多的人力、财力、物力，占用了这么多的社会资源，中国银行业金融效率之低下可想而知。此外，中国银行业贷款很大程度上是政策导向的，并非按照市场规则完成，银行业在放款过程中很难回避隐形成本和潜在的腐败成本。国有企业，尤其是国有垄断企业占据了大部分金融资源，而最需要资金的创新型民营企业却很难获得足够贷款支持。这也是银行业效率低下的表现。

当然，客观地讲，历史上，在举国办大项目的体制下，中国银行业也曾为国家经济建设做出过很大贡献。但是，就目前情况来看，中国银行业的金融效率，虽然较以往有进步，但是较之于其他行业，进步不大，这主要是由于行业垄断的结果。

中美资本效率比较

就美国证券市场的特点来说，一方面，规模大、参与主体实力雄厚，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国际投行摩根士丹利年收入达 400 亿美元，净利达 40 亿美元以上。另一方面，美国证券交易市场是一个立体而有深度的市场。

按照股票是否在交易所挂牌上市，可以将整个市场划分为上市公司股票交易市场和非上市公司股票交易市场。前者由交易所、另类交易平台（ATS）、经纪自营商（Broker Dealer）内部撮合平台组成；后者包括众多经纪自营商的柜台交易（OTC）和另类交易平台，比较著名的包括为经纪自营柜台交易提供联网信息服务的粉单市场（PinkOTC）、公告板市场（OTCBB）、专门交易私募证券的 Portal 市场以及若干交易非标准化股权产品的交易中心。

美国共有 14 个交易所，加上几十家另类交易系统和 200 多家经纪自营商内部撮合平台，形成了近 300 个股票交易中心。另外，总数约为 4400 多家的券商，不仅提供上市股票交易服务，同时由 160 多个券商的柜台通过联网形成非上市股票挂牌联网的粉单系统市场，可提供约 10000 只股票的交易，也可提供非上市股票的场外交易服务。同时，美国有 63 万具有证券从业资格的业务人员，构成了全世界最复杂、最深化的交易体系。

与美国相比，中国证券业存在很大差距。

首先来看证券公司行业整体状况。数据显示，2012 年中国共有 114 家证券公司。截至 2012 年 12 月 31 日，114 家证券公司总资产为 1.72 万亿元，净资产为 6943 亿元，净资本为 4971 亿元。2012 年行业实现营业收入仅约 1295 亿元，其中代理买卖证券业务净收入约 504 亿元，证券承销与保荐业务净收入约 177 亿元，财务顾问业务净收入约 36 亿元，投资咨询业务净收入约 11 亿元，受托客户资产管理业务净收入约 27 亿元，证券投资收益（含公允价值变动）约 290 亿元，融资融券业务利息净收入约 53 亿元；2012 年行业实现净利润仅约 329 亿元。各指标与国际著名投行相比，体量非常小。

选取中国两家民营金融机构作为参照：一家是民营保险公司中国平安，另一家是民营银行民生银行。截至 2012 年 12 月 31 日，中国平安总资产为 2.84 万亿元，营业收入 2994 亿元，全年净利润 195 亿元；民生银行总资产为 3.21 万亿元，营业收入 1031 亿元，全年净利润 376 亿元。

可见，中国证券公司行业整体营收不仅不如一家国际投行摩根士丹利，也不如中国一家民营金融机构如平安保险和民生银行。中国证券公司行业整体规模很小，属于“小舢板”量级。

其次，再来看看中国基金业整体情况。截至 2012 年 12 月 31 日，中国共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有 72 家基金管理公司，管理资产规模合计仅约 3.61 万亿元。其中管理的非公开募集资产（社保基金、企业年金和特定客户资产）规模约为 7500 亿元，约占全行业管理资产规模的 21%；公募基金（封闭式基金和开放式基金）规模约为 28700 亿元，约占全行业管理资产规模的 79%。公募基金产品虽然有 1173 只，但是股票型基金只有 534 只，净值规模仅约为 1.15 万亿元，只占全行业管理资产规模的约 32%。而美国仅一家公司富兰克林邓普顿基金管理公司，其管理资产规模达 6000 亿美元以上，超过了中国全部基金公司资产管理规模。

中国基金业不但规模小，而且基金产品同质化严重。市场上有几十家基金公司，上千只基金，产品大同小异，单只规模很小，普通投资者难以分清各基金产品之间的优劣，从而无从选择。

退一步讲，A 股上市公司仅约 2000 家，投资者与其研究上千只基金，还不如直接研究上千只股票。因此，某种程度上来说，选基金比选股票难度还要高；如果算上基金申购和赎回费，以及高额的管理费，选基金的成本比选股票的成本也要高很多。

从实际情况来看，绝大部分基金是在银行营业部销售出去的，基民甚至连银行和基金公司的概念都区分不清，往往是营业员推荐哪个就买哪个；对于银行来说，则是哪个返佣高就重点推荐哪个，并不结合基民自身状况来销售。长此以往，基民的投资回报如何能保证？基民又如何能对基金业抱有信心？基金业何时才能真正发展壮大？基金业内的优胜劣汰何时才能完成？

彼得·林奇的麦哲伦基金在 1990 年时规模就超过了 140 亿美元，没有封闭停止认购。巴菲特的基金干脆就转成了一只可自由交易的伯克希尔·哈撒韦股票，规模达几百亿美元。而中国基金大多只有几亿、几十亿人民币的规模，偶尔出现一只明星基金经理操盘的明星基金，可是却无法追加申购，中国基金业的“规则”让基民们摸不清。更不用说屡屡爆出的公募基金“老鼠仓”事件，更让基民们失去了对公募基金的信心和信赖。

中国基金业需要改革，需要制度创新。基金业需要进行包括管理层持股等制度改革来提升整体资管水平，留住人才；需要开发好的个性化和差异化的产品，靠品牌化运作来做大做强。

不过，虽然中国资本市场效率不高，存在很多问题。但是由于 20 年来中国经济增长很快，中国股市的收益率要高于美国股市。数据显示，1992 年中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国股市开始交易，到2002年，在第一个10年里，沪市的平均年收益率约为17.5%；同期美国股市的平均年收益率约为9.5%。同期中国通货膨胀率年均约为5.3%，美国通货膨胀率年均约为2.6%，经过通货膨胀率调整后的两地股市年均实收益率分别约为12%和7%，中国股市实际年收益率比美国高约5个百分点。

在2002年之后的约10年中，沪市的年平均收益率约为6.2%，美国股市的年平均收益率约为2.6%。同期中国通货膨胀率年均为2.5%，美国为2.4%。剔除通货膨胀因素，沪市实际收益率约为3.8%，美国股市约为0.2%，沪市实际收益率高于美国约3.6个百分点。

因此，从整体上来看，自诞生以来，中国股市投资回报率大于美国股市。

总而言之，大力发展以直接融资为主的资本市场是中国金融业和中国经济的现实客观需要。有的人担心中国投资者整体专业知识水平不高而有可能付出不必要的代价，这种想法多虑了。其实，美国50年前、100年前的投资者也高明不到哪里去。

婴儿总归要断奶，路总要自己走。在实践中较为可行的办法恐怕还得参照美国“华尔街”的模式，即培养出中国自己的“华尔街”群体，由少数真正合格的基金经理们来作为代理人和信托人，来担当中国的资金高效配置的任务。



自然要素指标解读

用电量

电力来源于自然界石化资源（中国主要是煤炭，约占发电量的70%左右）的消耗。由于电力不能储存，用电量与GDP增速及工业增加值有很强的相关性，发电量可以较为准确地实时反映经济的运行状况。

中国经济目前处于工业化中期阶段。经济特征是以高耗能经济、资源输出型经济为主导，用电量与经济增速呈现很强的同步相关性，在大多数时间里表现为周期变动规律趋同的特征。用电量是反映经济状况的重要同步指标。

当一个国家处于工业化发展初期阶段时，能源消费通常经历一段快速增长期，能源消费弹性系数一般大于1，即与GDP增长率相比，能源需求变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的弹性系数一般是大于1的，能源需求变动幅度一般大于GDP增长率的变动幅度。根据国家统计局公布的最近几年的数据，中国每年发电量的增长都略高于当期GDP的增长。

GDP与工业增加值是国民经济发展的核心指标，中国历史统计数据显示，要实现保8%的经济增长目标，工业生产增长要达到12%，即工业增加值的增长要高于GDP的增长。发电量与工业增加值呈现正相关性，一般而言工业增加值每增加1个百分点，电力需求增长0.85个百分点。

在大多数时间里，用电量与GDP及工业增加值呈现同步变化，但在某些特殊情况下，如2008年金融危机造成的短暂影响，三者的数据会出现一定程度的背离。

比如有一个特殊现象体现在2008年。根据中国电力企业联合会的数据，2008年，全社会用电量约3.4万亿千瓦时，比2007年增长约5.2%，而同期GDP增长9.0%，电力消费弹性系数下滑到了1以下。

发电量包含四个方面：工业用电、农业用电、服务业用电、消费用电，其中后三个指标相对稳定，工业用电的变化在很大程度上影响着用电量总量，中国2007年工业电力消费量占全部电力消耗量的75%。

由于金融危机的影响，2008年中国工业生产大幅回落。当年中国第二产业用电约2.6万亿千瓦时，仅增长约3.8%，增速不但低于GDP的增长，而且多年来首次低于全社会用电增速。化工、建材、冶金、有色四大行业是工业用电大户，当年化工、建材、冶金、有色四大行业合计用电量占全社会用电量的约32.3%。由于市场需求的急剧下降，上述四大行业先后出现了较大的产能闲置，四大行业的用电量平均增长幅度从2007年的约20.1%下降到2008年的约3.9%。

正是由于工业生产的急剧萎缩，导致全社会用电量大幅减少，当年第四季度表现尤甚，全社会用电量增速甚至出现超过7%的负增长。当年用电量下降幅度大大超过GDP的下降幅度，因而使两者数据结果呈现一定的非同步性。

再比如另一个背离现象体现在2009年第一季度数据上面。当年第一季度中国GDP同比增长6.1%，工业增长5.1%。但是能源消费与GDP出现背离，石油需求下降3.5%，用电量下降3%。当年5月，国际能源署（IEA）在发布全球石油市场报告时，认为第一季度GDP的增速同当季石油需求和电力需求数据不相吻合，对经济增长数据提出一定质疑。其实，导致第一季度GDP

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和工业正增长而用电量负增长的重要原因主要有以下几点。

第一是统计口径有差异。中国的工业统计以企业年经营收入500万元为标准，分为规模上和规模下两部分。工业增长率反映的是我国规模以上工业企业的增长率，即主营收入在500万元以上的工业企业的增长率，虽然它反映了工业增长的趋势，但并不是完全意义上的工业增长，口径的差异是导致工业增加值增速和用电量增速之间出现差异的一个因素。

第二是重工业的大幅萎缩。重工业是用电大户，占第一季度工业用电的82%，重工业增速大幅下降导致用电量急剧下降。由于重工业中电力热力生产及供应业、黑色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延工业、非金属矿物制品业这五大行业的电力消费约占全国电力消费量的47%，上述五大行业对用电量的变化起到了决定性的作用。与此相对应的是，上述五大行业的工业增加值仅分别占当年全部工业增加值和GDP的约30%和14%。因此，一旦上述行业生产出现大幅萎缩，将会使用电量的下降幅度远远超过GDP和工业增加值的下降幅度。

第三是库存因素。金融危机前，市场需求旺盛，企业生产充足，积累了大量库存。金融危机的冲击使需求突然下降，企业库存难以消化。在经济刚开始复苏时，库存的消化带动并支持了GDP增长，但所消化的库存蕴含了前期的用电量，其实质是用前期的电力消耗贡献了当期的GDP。

第四是产业结构变化的因素。2009年第一季度产业结构变化较大，高耗能行业生产增长放缓，用电量相对较少的第三产业和高技术产业增长较快，GDP仍保持了一定的增长速度，因此导致用电量与GDP的增长出现了一定程度的背离。

GDP增速与用电量的“不同步”现象在国际上也出现过，比如美国1991年电力消费增长5.0%，GDP则下降0.2%；2001年电力消费下降3.6%，而GDP增长0.8%。

GDP增速与用电量的“不同步”现象基本上都是发生在经济运行转折阶段。1997年，受亚洲金融危机影响，中国电力消费的增长率从1996年的7.4%降低到4.8%，GDP的增长率从1996年的10%降低到9.3%。1998年，经济继续调整，电力消费和GDP的增长率分别降低到2.8%和7.8%。1999年，经济开始复苏，电力消费增长加快，年增长率为6.1%，GDP增速为7.6%，GDP增速与用电量回到一个合理的比例关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，用电量与经济增速的同步相关性在大多数时间里表现为周期变动规律趋同的特征，但是在经济大幅波动和转折阶段，用电量与经济增速有可能出现一定程度背离现象。这种短期背离现象是在特定条件下的短期现象，不会是一个长期态势。

物流指标

物流指标较直观地体现了资源品的运输、交易和消耗情况，反映了全社会对资源品的需求状况和商业活跃程度，是判断经济走势的重要指标。

在中国，物流指标主要包括货运量、货物周转量、客运量、旅客周转量和港口吞吐量等，其中典型指标是货运量。在反映经济发展的指标体系中，物流指标是同步指标。

国际上，波罗的海指数是一个重要的物流指标。波罗的海指数是由波罗的海航交所发布，该指数是由若干条传统干散货船航线的运价，按照各自在航运市场上的重要程度和所占的比重而构成的综合性指数。波罗的海指数是衡量国际海运情况的权威指数，它直接反映了世界各国贸易、生产、消费的水平，是国际贸易情况的重要衡量指标。从历史情况来看，波罗的海指数与国际商品市场大宗商品的价格曲线虽然有短暂的时滞，但基本上是一致的。

中国物流行业发展比较滞后，部分原因是由于交通行业准垄断体制和诸多不合理收费造成的。目前，中国全社会物流成本相当于国内生产总值的约20%，比发达国家平均水平高出一倍左右。

物价指标

物价指标主要包括消费物价指数（CPI）和工业品出厂价格指数（PPI）。消费物价指数主要反映消费者支付商品或劳务的价格变化情况。工业品出厂价格指数则反映了全部工业产品出厂价格总水平的变动趋势和程度。一般情况下，当经济扩张时，全社会对物品的需求和消耗增加，进而引起物价的上涨；当经济收缩时，全社会对物品的需求和消耗减少，进而引起物价的下降。因此，物价的变化可以反映全社会总需求状况。

1981—2009 年，中国经济增长表现为三轮周期。从实际情况来看，消费物价指数周期与经济增长周期时间段基本一致。数据显示，当经济增长率上升时，消费物价指数会跟随上升，消费物价指数的峰值略滞后于经济增长的峰值；当经济增长率回落时，消费物价指数随后回落，消费物价指数与经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



增长率同步回到谷值。经济增长率与消费物价指数呈现很强的相关性。

价格是微观经济学的核心，市场经济的本质是可交易品定价的市场化。价格与需求相匹配，需求是产品价格的指挥棒。通过价格传导调节机制，资源向需求方转移，整个社会产能得以调整和对接。如果没有价格传导机制，需求无法实现有效满足；没有需求的满足，就没有 GDP 以及经济的增长。

目前在中国许多消费品终端价格已经放开了，但是居民消费的几个大头，如购房产生的银行按揭利息、医疗费、教育费、通信费、汽油费、路桥费等还是垄断价格或准垄断价格。另外，由于房价受制于土地垄断，实质上也是垄断价格。

更为重要的是，下游产品的价格取决于上游产品的价格，消费品的价格取决于工业品的价格。目前，大多数工业品价格还是受管制的，包括能源资源价格（电力、燃气、水、石油）、土地价格、贷款价格（利率）等都不是市场化的价格。没有价格的市场化，就没有资源配置的市场化；没有资源配置的市场化，就难以有生产效率的提高。如果能放开上述产品价格管制，可实现资源利用的最大化，使经济实现可持续增长。

其实，价格管制往往与高比例的税负成本相关联。比如，在中国，成品油市场价税负成本中包括增值税、消费税等。粗略统计，仅流通环节的税负成本在整个成品油价格中就占到 35%，如果再算上所得税，整个税负成本甚至会超过成品油市场价的 50%。在美国，汽油价中原油成本、炼油成本以及销售费用分别占 67%、15% 和 7%，而税负占比仅为 11%。因此，中国油价比美国贵约 30%。此外，当国际油价高于一定价格时，石油企业还需缴纳特别收益金。这些多出的部分最终还是由消费者以及全社会来买单。



人力要素指标解读

该类指标主要有劳动报酬类指标和城镇失业率指标。我国劳动者结构较为复杂，不仅有签订正式劳动合同并备案的雇员，还包括大批流动的、期限不固定的农民工和城市下岗再就业员工，劳动者的劳动关系登记也不是很完备准确，该类指标在统计口径上有较大的出入，因此仅供参考。

劳动者就业状况一直以来就是反映经济活动的重要指标。如果企业经营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

状况向好，会进行扩大化生产和投资，一般会带来社会就业情况的改善，进而带动社会性工资收入总额的增加，劳动报酬类指标和城镇失业率指标会得到改善。从以往经验来看，企业招聘和解雇行为一般会滞后于企业经营行为3~6个月。因此，劳动者就业情况指标是滞后指标。一般情况下，经历经济萧条期后，如果就业率开始上升，则基本上可以确认经济真正开始复苏。

在美国，应用较普遍的是非农就业人口增长数据和失业率数据。由于农业生产具有明显的季节性特点，所以剔除了农业就业人口的非农就业人口数据可以更好地反映工业对人力资源的需求，进而反映制造业的活跃程度。另外，美国每周四公布上周初次申请失业救济金人数，40 万是该数据的多空分水岭。在美国，每周初次申请失业救济金人数的变化比非农就业数据对经济的反映更为及时，最近一个月的每周初次申请失业救济金人数变化数据能对下月公布的非农就业数据产生一定的预示作用。



月度综合指标解读

采购经理指数

采购经理指数，即 PMI（Purchase Management Index）。采购经理指数也被称为格林斯潘荒岛指数，因为前美联储主席格林斯潘称，如果把他丢到荒岛上，只能选一个指数来决定宏观经济政策，那么他就选 PMI。

PMI 是一套每月发布的、综合性的经济监测指标体系，分为制造业 PMI、服务业 PMI，也有一些国家设立了建筑业 PMI。PMI 涵盖了经济活动的多个方面，如新订单、新出口订单、进口、生产、供应商配送、库存、雇员、价格等，其综合指数反映了经济总体情况和整体变化趋势，而各项指标又反映了企业供应与采购活动的各个侧面。PMI 问卷调查直接针对采购与供应经理，取得的原始数据不做任何修改，直接汇总并采用科学方法统计和计算，以保证数据来源的真实性，为国家宏观经济调控和企业经营决策提供重要依据。

通常 PMI 在 50% 以上，反映经济总体扩张；低于 50%，反映经济衰退。目前，全球已有 20 多个国家建立了 PMI 体系。

PMI 可以看成一个经济先行指标，在经济预测和商业分析方面具有重要意义。根据美国的历史情况，PMI 指数与 GDP 具有高度相关性，且其转折点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



往往领先于 GDP 几个月。在过去 40 多年里，美国制造业 PMI 的峰值和谷底约领先工商业经济的变化达 6 个月左右。

中国采购经理指数由国家统计局和中国物流与采购联合会共同合作完成，包括制造业和非制造业采购经理指数。中国制造业采购经理指数体系共包括 11 个指数：新订单、生产、就业、供应商配送、存货、新出口订单、采购、产成品库存、购进价格、进口、积压订单。PMI 单项指标反映商业活动各领域的现实情况，综合指数则反映制造业或服务业的整体增长或衰退。

2011 年 7 月前，除由国家统计局和中国物流与采购联合会共同编制的外，国内市场上还有另外一个 PMI 数据是由国际投行里昂证券自行编制的，市场往往将前者看作是“官方 PMI”，两者一般都在每月的第一个工作日发布。两者有时会有一定的差异，数据的差异缘于采样不同。

国家统计局 PMI 调查的企业样本为 730 个左右，覆盖 31 个省、30 个制造业行业，其中 99% 是大中型企业，国企比例高；里昂证券调查的样本为 450 个左右，覆盖行业面较窄，但调查对象包括了更多中小企业。国家统计局 PMI 的样本企业的规模较大，而里昂 PMI 调查的多是规模较小的出口型制造业。国家统计局数据遍布全国，而里昂证券数据集中于沿海地带。两个数据的差别显示了国有大型企业与沿海中小企业截然不同的经营情况。

值得注意的是，由于里昂证券采取的调查样本多为中小企业，因此其最终数值往往要低于“官方 PMI”。甚至在 2009 年 4 月，“里昂版 PMI” 和 “官方 PMI” 还曾罕见地创下 “一降一升” 截然不同的走势。

2011 年 7 月之后，里昂证券中国采购经理指数被汇丰中国制造业采购经理指数代替，汇丰中国制造业采购经理指数由汇丰银行与英国研究公司 Markit 集团共同编制发布。汇丰中国制造业 PMI 每月向超过 400 家制造业企业的采购经理，按照地理分布，采用分层抽样法发出问卷，并根据回收的数据汇总测算当月的制造业 PMI。汇丰中国 PMI 体系包括汇丰中国制造业 PMI 和汇丰中国服务业 PMI，以及由制造业生产指数和服务业商务活动指数加权平均得出的汇丰中国综合 PMI。与其他国家（机构）的制造业 PMI 发布制度不同，汇丰通常于距月末约一周前发布该指数的预览数据，预览数据以当月制造业 PMI 调查总样本量的 85% ~90% 为依据，对当月制造业 PMI 最终值进行预测，其制造业 PMI 最终值通常于次月第一个工作日发布。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后 记

标准需要灵活掌握

世上没有永恒不变的真理。从横向来看，真理具有“空间性”；从纵向来看，真理具有“时态性”。

“空间性”指真理并非放之于四海而皆准，任何理论都要和具体的实际相结合才可以焕发生命力。比如，苏联十月革命走的是由中心城市武装起义，再扩大到全国中小城市和农村的道路，是一条成功的道路。但是放到中国，可能行不通，中国走的则是农村包围城市，最后夺取全国胜利的革命道路。

“时态性”指真理有历史时态特征，真理无时无刻不是处于自我否定、自我更新和自我发展过程中，“昨天”的真理可能在“今天”已经过时，“明天”的真理将会革新“今天”的真理。比如：哥白尼的日心说在历史上有很大科学进步性，现在来看已经过时；爱因斯坦的相对论在某种程度上是对牛顿力学的否定，但牛顿力学在当时的历史条件下就是“真理”。

投资界既没有放之于四海而皆准的真理，也没有永远不过时的标准。没有一成不变、一劳永逸的盈利方法，否则证券市场也不会继续存在了。因为如果任何人都可以凭所谓的“秘籍”赚钱，大家都不用上班，不用劳动，在家炒炒股、数数钞票就可以了，这显然是不可能实现的。

选股标准需要灵活掌握，选股标准也要发展创新，切忌墨守成规，生搬硬套，简单复制。事实上，一切真理和标准都要“与时俱进”，要经过自己“嘴”的咀嚼和“肠胃”的消化，在“拿来主义”下汲取其中的精华，到达自己的“大脑”，形成自己的思想体系。

比如，佛教起源于印度，但是却兴盛于中国。佛教传到中国后并没有被全盘接受，而是与中华文化融合后，形成了中国化和本土化的思想——中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



禅宗，并得以发扬光大。

再如《易经》有三个特征：变易、不易、简易。变易指世上万事万物都在变化，要以变化和动态的眼光，辩证地去看待任何事物；不易指变化的规律本身就是亘古未变的，如果具备应对各种变化的能力，则可以以不变应万变，处于不败之地；简易可以理解成大道至简，无为而无不为。

可见，自然法则并不复杂，需要去伪存真，去繁就简，关键要掌握其核心和精髓。投资标准和方法也是如此，要知其然，更要知其所以然。

做投资最好多接触些哲学，但是哲学要靠自己思考，自己去领悟。所以本书尽量少谈哲学，否则谈多了有点像“两只手先生”——“on the one hand，on the other hand”——一方面，这样如何如何；但是，另一方面，那样又如何如何。似乎自己说的永远不会错，永远没有漏洞。

孙中山曾经把国人分为三类：先知先觉者、不知不觉者、后知后觉者。善于思考，善于总结，有勇气自我否定，并不断创新并自我激励、自我发展的人毕竟是少数，所以从长周期来看，股市里赚钱的人总是少数。

孔夫子所言，“吾未见能见其过而内自讼者也”，“十室之邑，必有忠信如丘者焉，不如丘之好学也”。意思是说：孔夫子他老人家感叹道，几乎没见过能够看到自己的错误而又能从内心责备自己的人；并称，即使是十户人家的小村子，也一定有像他那样讲忠信的人，只是不如他那样好学罢了。

就像学骑自行车一样，人生下来本不会骑车，但是人却天生具有平衡感，摔过几次后，自然就学会了骑车。投资也是如此，如果不能勤于思考和总结，从失败中吸取教训，那这辈子最好就别碰投资了。否则这样一直摔下去，恐怕连走路的能力都没有了。“知之者不如好之者，好之者不如乐之者”，如果不能乐在其中，总是收获悔恨和遗憾，那么就请远离股市，就像远离赌场和毒品一样。

简言之，对投资标准和方法的理解和感悟每个人可能各不相同，在具体运用上可能有一定的偏差，所以大家选股选时的结果可能不一样。但是授人以鱼不如授人以渔，“道可道，非常道”，条条大路通罗马；只要大家不断思考和感悟，就会掌握投资之道，并形成自己的选股思路和体系，从而收获成功，收获喜悦。

文学的第一功能，是可以自娱娱人，正所谓“我手写我口，我手写我心”。这本书的发轫很简单，只是想把自己多年对投资及经济的所思、所想、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所悟，以及股票操作的实盘经验总结出来，算是“自娱”而已；好在平时就有写文章的爱好和习惯，平日的零碎启发和想法，为防止忘掉，经常记在随身携带的小本子上，无形中组成了素材，整理一下，倒也不难。写着写着，越写越多，发现有点收不住手的感觉；而且，发现写作本身就是一个再思考、再提炼、否定之否定，并系统化的过程，于是，这本书就成形了，于是乎也可以“娱人”了。这是当初我所始料未及的。

人生来是追求快乐的，写作是一种快乐，阅读同样也是一种快乐。独乐乐不如与众乐，我因“写”而快乐，希望你因“读”而快乐。子曰：“己欲立而立人，己欲达而达人。”如果你在快乐地阅读后还能进行快乐的投资，并取得快乐的回报，岂不是应验了《金刚经》里的“皆大欢喜，信守奉行”。

本书所提及的股票仅作为案例论述而用，不具有推荐、褒贬等倾向性意见，希望本书对大家有所裨益。借用《金刚经》的句型表述：所谓标准，即非标准，是名标准；如是而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费品股票投资标准和实操技巧



挑人看人品，选股看品牌
抓住“不三不四”的寡头企业
选股要吃“独”食
稀缺性不能脱离供求规律

交易价格背后：到底是买的精，还是卖的精?

资本折旧是股价“杀手”

PE要“倒”着看
做股票也是一种“劳动”

“自上而下”地去中“六合彩”?
行业机会并不意味着个股机会

借钱投资相当于承诺回报的委托理财
为什么企业都在负债经营

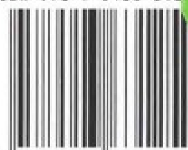
股票投资的“可行性研究报告”
“不了解”是做投资最大的风险
用“腿”和“嘴”做股票

调研要亲力亲为
不要迷信GDP，也不要迷信西方经济学
城镇化和“猪”的关系
土地是城镇化的突破口



体验更多精彩阅读
尽在中国经济出版社微信平台
请扫描二维码或查找zgjjcbs

图书上架建议 股票投



定价：48.00元